EARNINGS PREVIEW

9 Jul. 2025

박종현 화장품 I alex.park@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

화장품 (Overweight)

작년과 다르다

Issue

화장품 2Q25E Preview

Pitch

시장 기대치 부합하는 실적 전망되는 가운데, 2H25E에도 실적 성장세 유지 전망. 화장품 업종 선호 의견 유지

Rationale

- 글로벌 화장품 업체들 영업이익 컨센서스 하향 조정되는 가운데, 국내 인디 브랜드 및 ODM 업체들은 2025년 들어 컨센서스 추정치 상향 조정. 이와 함께 외국인 지분율은 YTD 증가세를 보이고 있음
- 2H24에는 MOCRA 시행 및 선제품 QoQ 수요 둔화로 업종 주가 하락 경험. 2H25E는 유럽과 중동을 중심으로 한 실적 성장과 미국에서의 기저 효과로 실적 성장 지속 기대. 사재기 실적 영향은 제한적
- 2H25E에도 인디 브랜드 및 ODM을 중심으로 한 화장품 업종 선호(Overweight) 의견을 유지. Downside risk는 중국. 중국 및 면세 업황 개선 시, 글로벌 레거시 화장품 업종 실적 추정치 상향과 함께 외국인 수급 이탈 우려. 최선호 종목은 에이피알(BUY, TP 19만원)과 ODM 2개사(코스맥스(BUY, TP 31만원)와 한국콜마(BUY, TP 14만원))
- 12M Fwd PER 에이피알이 아모레퍼시픽을 추월. 아모레퍼시픽 신규 브랜드 북미 성과 확인 전 해당 밸류에이션 괴리 확대 가능성 있음. 코스맥스와 한국콜마 간 괴리율은 30% 내외에서 롱숏 전략 권고
- 한국콜마: 컨센서스 부합 전망. 콜마 코리아는 선제품 중심의 실적 성장 주도하는 가운데, 일회성 비용 부재 전망. 적정 주가 14만원 상향
- 에이피알: B2B 판매 증가와 함께 영업이익률 증가 트랜드로 컨센서스 부합 전망. 2H25E부터는 점진적으로 북미 오프라인도 침투 예정

(단위: 원, 십억원, %, %p)

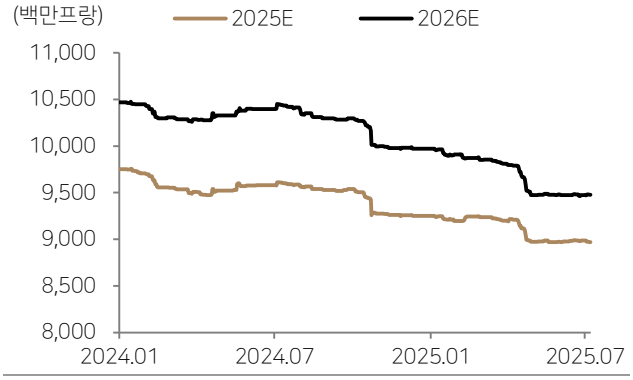
		변경 후	변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
		2025.06(E)	2025.06(E)	vs Chg	2025.06(E)	vs Con	2024.06(A)	YoY	2025.03(A)	QoQ
한국콜마(161890)	매출액	738.8	746.2	(1.0)	737.3	0.2	660.3	11.9	653.1	13.1
BUY(유지)	영업이익	79.0	80.4	(1.8)	81.2	(2.7)	71.7	10.1	59.9	31.8
140,000(상향)	지배주주순이익	43.0	45.4	(5.3)	43.4	(0.9)	34.9	23.5	13.2	224.8
선호주	OPM	10.7%	10.8%	-0.1%p	11.0%	-0.3%p	10.9%	-0.2%p	9.2%	1.5%p
	NIM	5.8%	6.1%	-0.3%p	5.9%	-0.1%p	5.3%	0.5%p	2.0%	3.8%p

Note: K-IFRS 연결 기준
Source: 다올투자증권

I. 한국만 잘했다

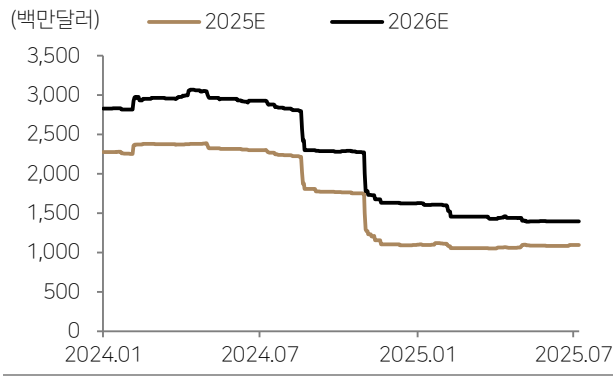
글로벌 화장품 기업들의 2025E, 2026E 컨센서스 영업이익은 2024.01월 이후로 하향되고 있다. 특히나 중국 매출 비중이 높은 업체일수록 하향폭이 큰 데, 에스티로더와 시세이도가 그러한 사례다.

Fig. 1: 로레알 영업이익 컨센서스 추이



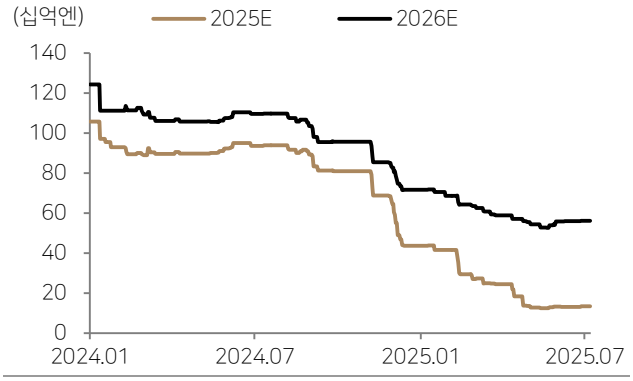
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 2: 에스티로더 영업이익 컨센서스 추이



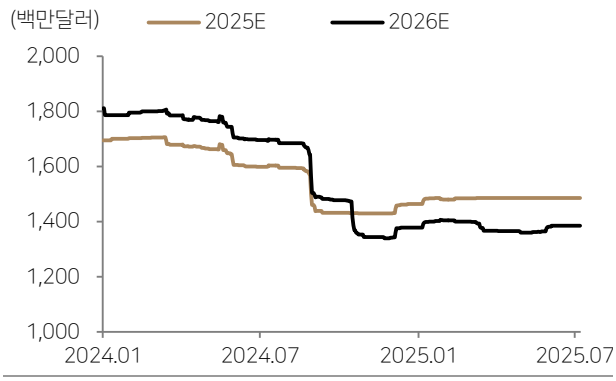
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 3: 시세이도 영업이익 컨센서스 추이



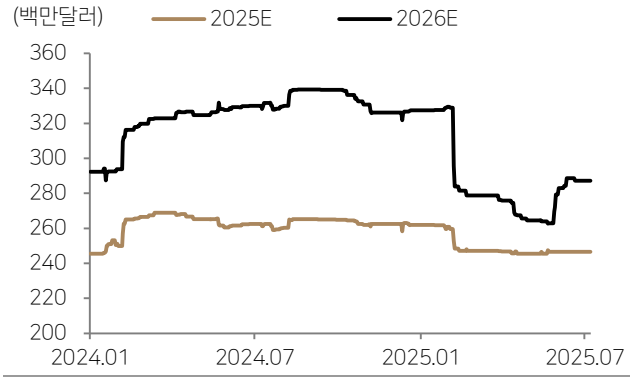
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 4: 울타뷰티 영업이익 컨센서스 추이



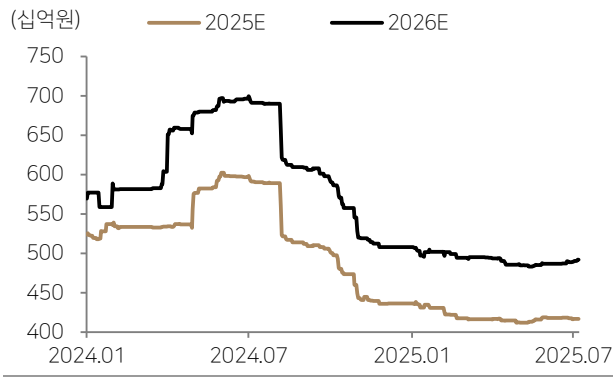
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 5: 엘프 영업이익 컨센서스 추이



Source: Bloomberg, 다올투자증권

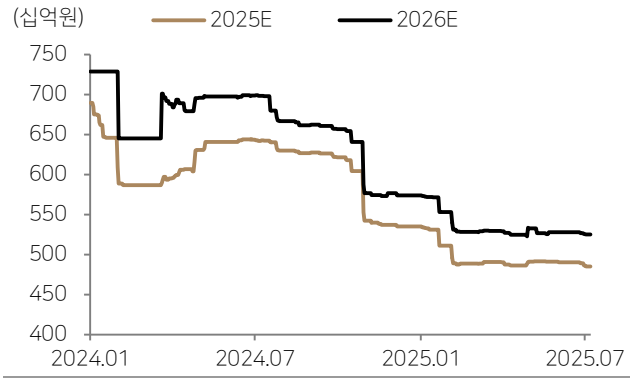
Fig. 6: 아모레퍼시픽 영업이익 컨센서스 추이



Source: Bloomberg, 다올투자증권

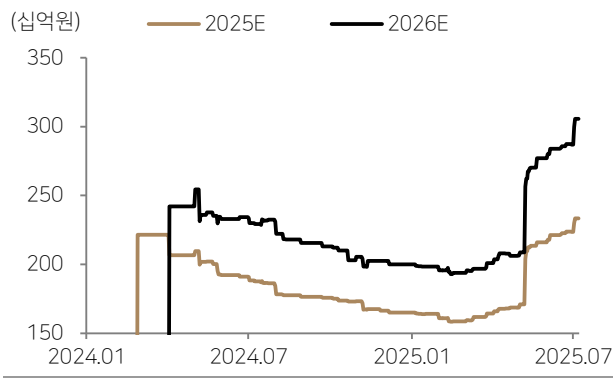
반면, 국내 화장품 업체들은 2025년 들어 컨센서스가 상향 추세에 들면서 글로벌 업체들과 다른 궤를 보이고 있다. 중국 매출 비중이 높은 LG생활건강의 2025E 컨센서스 영업이익은 5,000억원대로 하향 조정되었으나, 에이피알과 코스맥스, 한국콜마는 2025년 들어 컨센서스가 상향 조정되고 있다. 인디 브랜드와 ODM 업종의 주가 상승은 밸류에이션 상승뿐만 아니라 EPS 상승이 동반되어 주가가 상승되었음을 보여준다.

Fig. 7: LG생활건강 영업이익 컨센서스 추이



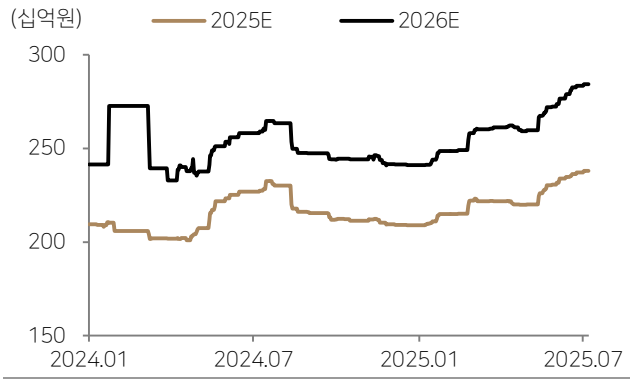
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 8: 에이피알 영업이익 컨센서스 추이



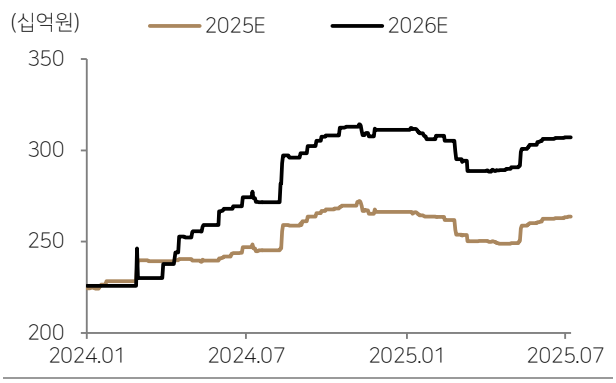
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 9: 코스맥스 영업이익 컨센서스 추이



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 10: 한국콜마 영업이익 컨센서스 추이



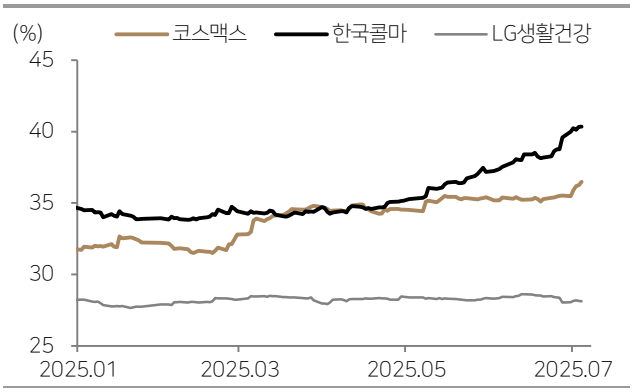
Source: Bloomberg, 다올투자증권

II. 결과는 외국인 지분율 증가

글로벌 화장품 업체 대비 실적 아웃퍼폼으로 인해 외국인 비중은 2025 YTD로 증가하였다. 에이피알과 한국콜마, 코스맥스는 각각 연초 대비 +10.2%p, +5.8%p, +4.8%p 비중이 증가하여 외국인 지분율 24.3%, 40.3%, 36.5%을 차지하고 있다.

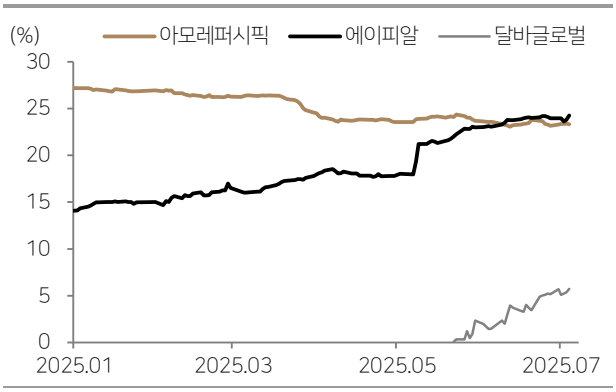
외국인 지분율이 감소한 건 아모레퍼시픽과 LG생활건강으로 각각 YTD -3.9%, -0.1% 감소하여 23.3%, 28.1%을 유지하고 있다. 2025.05월 상장한 달바글로벌은 2025.07.04일 기준 5.75%를 기록하였다.

Fig. 11: 화장품 업종 외국인 지분율 추이_1



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 12: 화장품 업종 외국인 지분율 추이_2



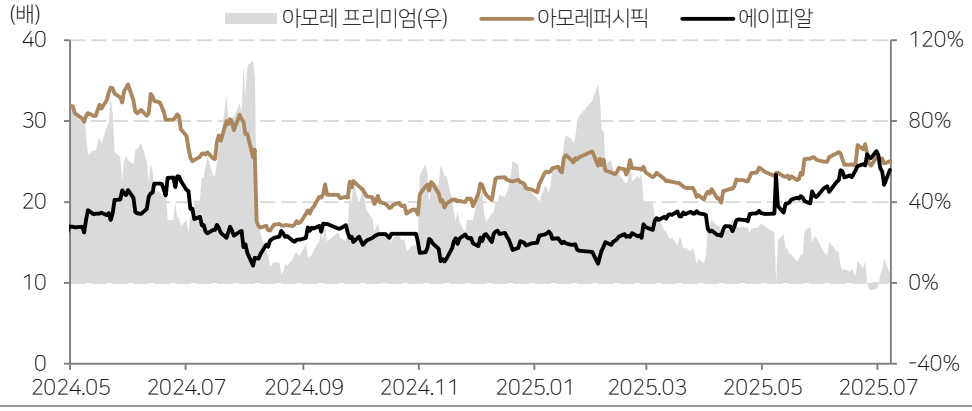
Source: Quantiwise, 다올투자증권

III. 업종 내 밸류에이션 비교

반면, 대형 화장품인 아모레퍼시픽과 인디 브랜드 에이피알과의 12M Fwd PER의 괴리는 감소 추세를 보이다가 2025.06월말 에이피알이 아모레퍼시픽의 밸류에이션을 역전하기도 하였다. 아모레퍼시픽의 에스트라 및 한율 등 신규 브랜드들이 미국에서 성과를 2025년 중 보이지 못한다면 에이피알의 밸류에이션 역전은 불가피할 전망이다. 에이피알은 B2B 채널을 통해 유럽과 동남아 지역 내 매출 확대를 진행하고 있다.

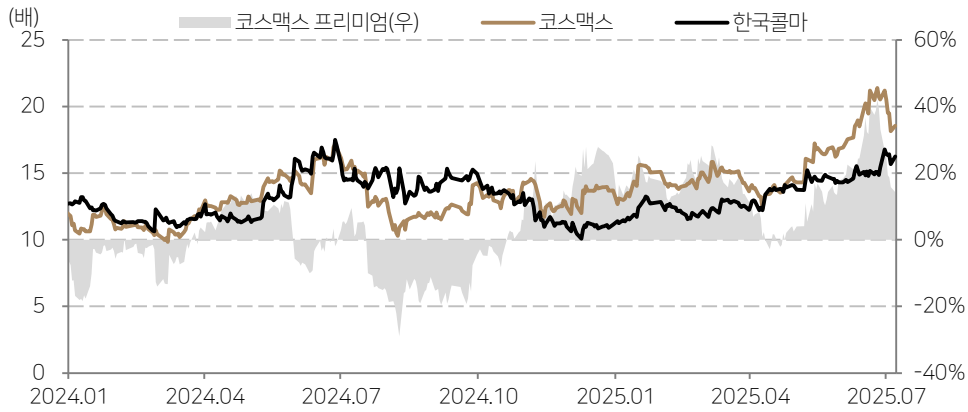
코스맥스와 한국콜마 간의 밸류에이션은 양사간의 괴리율이 40%에 도달했다가 한국콜마의 주가 상승과 함께 20% 미만으로 줄어든 상태다. 2013년 양사 간의 밸류에이션 괴리율이 30%를 초과한 구간은 2015년과 2018년이 제외하고 없다는 점을 감안하면 양사 간 밸류에이션 괴리율이 30%를 초과한 구간에서는 한국콜마를 단기적으로 매수할 수 있는 구간이다.

Fig. 13: 아모레퍼시픽 vs. 에이피알 12M Fwd PER 추이



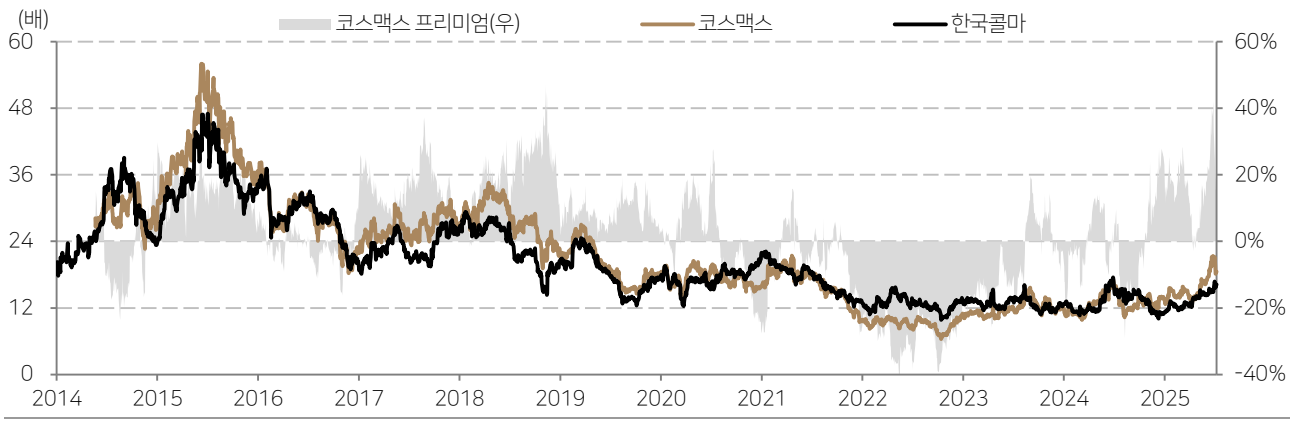
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 14: 코스맥스 vs. 한국콜마 12M Fwd PER 추이



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 15: 코스맥스 vs. 한국콜마 12M Fwd PER 추이



Source: Quantiwise, 다올투자증권

IV. 투자 전략 - 기저 우려보다는 유럽과 중동

브랜드사인 에이피알(BUY, TP 19만원)의 선호 의견 유지하며, ODM인 한국콜마(BUY, TP 13만원)와 코스맥스(BUY, TP 31만원) 선호 의견 또한 유지한다. 2H24는 선제품 수요 둔화와 함께 MOCRA 시행과 함께 미국 매출 성장이 둔화되었으나, 2H25E에는 유럽과 중동을 중심으로 한 해외 확장이 지속되는 가운데 미국 기저 효과로 인한 일부 성장 또한 기대된다.

화장품 업종 실적 성장을 주도한 인디 브랜드사와 ODM에 선호 의견을 유지하며 Downside risk는 중국으로 판단한다. 중국 경기 회복 및 면세 채널 실적 개선이 진행될 경우, 글로벌 레거시 화장품 업체들의 실적 추정치 상향과 함께 외국인 수급 이탈 또한 우려된다.

Fig. 16: 화장품 업종 매출액 QoQ 성장률

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E
아모레퍼시픽	-2%	-1%	8%	12%	-2%	-5%	5%	8%
코스맥스	21%	5%	-4%	5%	5%	12%	0%	4%
한국콜마	4%	15%	-5%	-6%	11%	13%	-1%	-1%
에이피알	-2%	4%	12%	40%	9%	10%	14%	14%
실리콘투	42%	21%	3%	-7%	42%	2%	5%	-3%
씨앤씨	14%	11%	-8%	-24%	17%	15%	6%	-9%
코스메카	2%	14%	-12%	1%	-8%	19%	7%	4%
브이티	15%	11%	-8%	8%	-11%	17%	8%	8%
아이패밀리에스씨	37%	-15%	2%	-3%	12%	1%	8%	11%
펌텍코리아	6%	11%	0%	5%	2%	6%	-1%	5%

Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 17: 화장품 업종 영업이익 QoQ 성장률

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E
아모레퍼시픽	251%	-94%	-	20%	50%	-42%	66%	8%
코스맥스	102%	3%	-7%	-8%	29%	17%	0%	-1%
한국콜마	-13%	121%	-24%	-36%	71%	32%	-5%	-29%
에이피알	-19%	1%	-3%	46%	37%	12%	13%	16%
실리콘투	98%	32%	9%	-38%	80%	20%	7%	-16%
씨앤씨	10%	19%	-40%	-100%	-	33%	25%	-
코스메카	-9%	32%	-16%	-12%	-8%	32%	19%	-2%
브이티	27%	13%	14%	-6%	0%	10%	5%	13%
아이패밀리에스씨	54%	-41%	31%	-36%	23%	14%	30%	2%
펌텍코리아	25%	24%	-2%	5%	3%	8%	0%	0%

Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 18: 화장품 업종 매출액 YoY 성장률

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E
아모레퍼시픽	0%	-4%	10%	18%	17%	13%	10%	6%
코스맥스	31%	15%	16%	28%	12%	20%	25%	24%
한국콜마	18%	10%	21%	7%	14%	12%	17%	22%
에이피알	22%	22%	43%	61%	79%	89%	92%	56%
실리콘투	158%	132%	85%	64%	64%	38%	41%	47%
씨앤씨	56%	41%	38%	-11%	-9%	-6%	9%	31%
코스메카	8%	24%	9%	5%	-6%	-2%	19%	22%
브이티	113%	52%	24%	27%	-1%	4%	23%	23%
아이패밀리에스씨	75%	34%	35%	15%	-5%	12%	18%	35%
펌텍코리아	19%	13%	20%	24%	19%	14%	13%	13%

Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 19: 화장품 업종 영업이익 YoY 성장률

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E
아모레퍼시픽	13%	-30%	278%	279%	62%	-	75%	58%
코스맥스	229%	1%	30%	77%	13%	29%	38%	49%
한국콜마	169%	29%	76%	-6%	85%	10%	37%	51%
에이피알	20%	13%	25%	16%	97%	118%	152%	101%
실리콘투	297%	275%	182%	79%	62%	47%	43%	92%
씨앤씨	67%	15%	6%	-100%	-44%	-38%	29%	-
코스메카	48%	62%	11%	-11%	-10%	-11%	26%	42%
브이티	-	131%	114%	54%	21%	18%	9%	30%
아이패밀리에스씨	152%	38%	37%	-23%	-39%	17%	17%	85%
펌텍코리아	37%	23%	34%	58%	31%	14%	17%	12%

Source: Quantiwise, 다올투자증권

사재기 영향은 제한적 판단

다만, 관세 부과로 인한 화장품 사재기로 인한 QoQ 기저는 제한적으로 판단한다. 관세청 기준 화장품 수출 금액을 대륙 별로 비교해보면 상대적으로 북미의 성장률은 전년 대비 높지 않다. 2025년의 화장품 업종 성장 포인트는 북미보다는 유럽과 중동, 기타 지역에서의 매출 성장임을 확인할 수 있다.

Fig. 20: 화장품 대륙 별 수출 금액 YoY

	아시아	북미	유럽	중동	기타
Jan-23	-21%	-5%	12%	39%	39%
Feb-23	10%	28%	55%	56%	37%
Mar-23	1%	25%	86%	41%	27%
Apr-23	-14%	13%	76%	40%	19%
May-23	-19%	34%	48%	66%	25%
Jun-23	2%	51%	76%	25%	38%
Jul-23	-7%	31%	51%	34%	74%
Aug-23	-2%	61%	72%	24%	34%
Sep-23	-6%	100%	50%	42%	34%
Oct-23	-5%	52%	51%	19%	69%
Nov-23	1%	112%	44%	37%	80%
Dec-23	11%	62%	21%	88%	36%
Jan-24	76%	84%	56%	86%	118%
Feb-24	-3%	54%	21%	86%	59%
Mar-24	-13%	37%	16%	35%	37%
Apr-24	7%	89%	31%	72%	96%
May-24	-7%	72%	28%	120%	87%
Jun-24	-14%	34%	21%	89%	57%
Jul-24	9%	73%	36%	149%	56%
Aug-24	-2%	68%	23%	107%	200%
Sep-24	0%	28%	24%	97%	158%
Oct-24	35%	57%	18%	130%	84%
Nov-24	10%	18%	46%	74%	148%
Dec-24	13%	40%	43%	70%	98%
Jan-25	-20%	3%	20%	32%	2%
Feb-25	11%	21%	51%	81%	80%
Mar-25	13%	19%	49%	74%	44%
Apr-25	12%	8%	44%	72%	57%
May-25	-7%	19%	43%	50%	44%

Source: 관세청, 다올투자증권

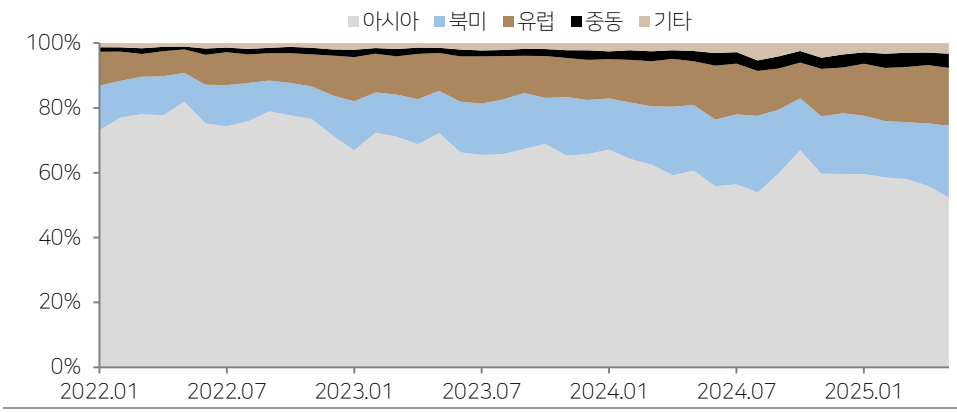
관세청 수출 데이터는 유통사/해외 직판 기업에게는 재고자산이며, 수출 단가는 이전가격. 반면 벤더사를 통해 판매하는 브랜드사에게는 매출액

결국 2025년 들어 국내 화장품 업체들의 실적을 견인한 요소를 점검하면 1) 유럽과 중동, 동남아의 침투율 증가, 2) 북미 지역 오프라인 침투율 확대, 3) 중국 경기 회복에 따른 실적 회복이 기대된다.

다만 관세청 수출 데이터는 통관 기준의 FOB 가격을 기준으로 하고 있다. 이에 따라 통관 이후 항공 운송보다는 해운을 이용하고 있기에 국내 화장품 업체들의 실적을 수출 데이터가 2-3개월 선행한다. 브랜드 입장에서 B2B 매출은 선적 시점에 매출이 인식되는 경우 또한 존재한다.

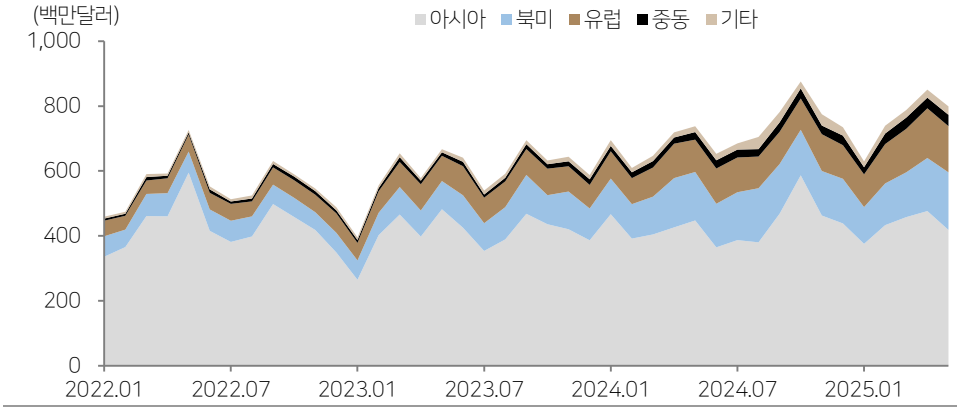
따라서 관세청 기준 수출 데이터는 유통사인 실리콘투나 해외 직판을 진행하는 브랜드사 입장에서는 재고 자산에 가까운 개념이며, 벤더사를 통해 해외 판매를 하는 브랜드사 입장에서는 매출에 가깝다. 또한 유통사와 해외 직판 브랜드사 입장에서 수출 단가는 해외 법인으로 넘기는 이전 가격으로 해석할 수 있다.

Fig. 21: 화장품 대륙별 수출 비중 추이



Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 22: 화장품 대륙별 수출액 추이



Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 23: 화장품 업종 2H24 매출액 실적

십억원	3Q24	컨센서스	Chg(%)	4Q24	컨센서스	Chg(%)
아모레퍼시픽	977.2	996.6	-2%	1,091.7	1,036.3	5%
에이피알	174.1	168.3	3%	244.2	213.4	14%
코스맥스	529.8	529.8	0%	557.9	520.1	7%
한국콜마	626.5	625.0	0%	589.6	606.6	-3%
코스메카코리아	126.6	136.6	-7%	128.3	131.8	-3%
씨앤씨인터내셔널	74.1	85.2	-13%	56.2	61.7	-9%
펌텍코리아	85.2	83.1	3%	89.8	87.2	3%
브이티	104.1	104.5	0%	112.4	105.5	7%
실리콘투	186.6	207.3	-10%	173.5	192.4	-10%

Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 24: 화장품 업종 2H24 영업이익 실적

십억원	3Q24	컨센서스	Chg(%)	4Q24	컨센서스	Chg(%)
아모레퍼시픽	65.2	43.5	50%	78.5	81.0	-3%
에이피알	27.2	31.9	-15%	39.6	38.7	2%
코스맥스	43.4	43.9	-1%	39.7	38.5	3%
한국콜마	54.5	57.7	-6%	39.6	50.4	-21%
코스메카코리아	15.2	18.3	-17%	13.3	16.6	-20%
씨앤씨인터내셔널	7.2	13.3	-46%	0.0	3.6	-99%
펌텍코리아	12.4	11.9	4%	13.0	12.4	5%
브이티	30.8	30.8	0%	29.1	30.4	-4%
실리콘투	42.5	45.1	-6%	26.0	39.0	-33%

Source: Quantiwise, 다올투자증권

한국콜마 (161890)

2Q25 Preview: 순조롭다

Investment Point

- 2Q25E 매출액 7,388억원(YoY +12%, QoQ +13%), 영업이익 790억원(YoY +10%, QoQ +32%)을 기록하며 컨센서스 부합 전망. 실적을 견인한 요인은 콜마 코리아 실적 호조
- 콜마 코리아는 주력 고객사들의 선제품 수요가 견조한 가운데, 신규 고객사들의 선제품 수요 또한 증가하고 있어 매출액 3,366억원으로 YoY +13%, QoQ +23% 증가할 전망이며, OPM 또한 전년 대비 +0.9%p 개선된 15.8% 달성할 전망
- 다만, 자회사들의 이익률은 소폭 감소 전망. 중국 매출액 YoY +2% 증가한 539억원 전망하나, 제품 믹스 다변화(선제품 비중 감소)로 인하여 2Q24 대비 OPM -5.1%p 감소한 7.6% 기록 전망(영업이익 41억원). 미국 매출액 233억원으로 YoY +74% 전망. 미국 2공장의 경우, 2025.06월부터 가동하였으며, 생산은 3Q25E부터 진행될 예정. 2025E 가이던스 100억원은 유지되는 가운데 2Q25E는 BEP 달성 전망. 연우과 캐나다는 각각 매출액 YoY -11%, -28% 감소하는 가운데, 영업적자 7억원 및 15억원 달성 전망
- 1Q25 동사 3위 고객사는 구다이글로벌(기존 CJ올리브영). 고객사 해외 실적 성장과 함께 동사의 동반 실적 성장 기대. 2025 – 2026 EPS에 적정 PER 산정하여 적정주가 14만원 상향. 3Q25E QoQ 영업이익 감소에 대한 우려 있으나, 미국 2공장 가동과 함께 미국 고객사 및 판매 전략 구체화에 주목

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
적정주가	140,000	130,000	상향
Earnings			상향

Stock Information	
현재가 (07/08)	102,600원
예상 주가상승률	36.5%
시가총액	24,219억원
외국인 지분율	40.4%
주요주주지분율(%)	
한국콜마홀딩스 (외 24인)	26.6
국민연금공단 (외 1인)	13.4
NIHON KOLMAR (외 1인)	11.8

Valuation wide	2024	2025E	2026E
PER(배)	14.4	20.5	14.6
PBR(배)	1.6	2.7	2.3
EV/EBITDA(배)	7.9	9.2	7.9
배당수익률(%)	1.3	0.7	0.7

Fig. 25: 한국콜마 2Q25 Preview (단위: 십억원, %, %p)

	변경 후	변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2025.06(E)	2025.06(E)	vs Chg	2025.06(E)	vs Con	2024.06(A)	YoY	2025.03(A)	QoQ
매출액	738.8	746.2	(1.0)	737.3	0.2	660.3	11.9	653.1	13.1
영업이익	79.0	80.4	(1.8)	81.2	(2.7)	71.7	10.1	59.9	31.8
지배주주순이익	43.0	45.4	(5.3)	43.4	(0.9)	34.9	23.5	13.2	224.8
OPM	10.7%	10.8%	-0.1%p	11.0%	-0.3%p	10.9%	-0.2%p	9.2%	1.5%p
NIM	5.8%	6.1%	-0.3%p	5.9%	-0.1%p	5.3%	0.5%p	2.0%	3.8%p

Fig. 26: 한국콜마 실적변경 (단위: 십억원, %, %p)

	변경전				변경후				차이(%,%P)			
	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	746.2	719.7	740.3	755.3	738.8	730.3	722.1	775.3	(1.0)	1.5	(2.5)	2.6
영업이익	80.4	74.9	55.2	72.1	79.0	74.9	53.1	73.9	(1.8)	(0.1)	(3.9)	2.5
영업이익률	10.8	10.4	7.5	9.5	10.7	10.3	7.3	9.5	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.0)
EBITDA	108.2	102.9	83.4	100.4	104.7	100.8	79.2	100.2	(3.3)	(2.1)	(5.1)	(0.2)
EBITDA이익률	14.5	14.3	11.3	13.3	14.2	13.8	11.0	12.9	(0.3)	(0.5)	(0.3)	(0.4)
지배주주순이익	45.4	39.6	26.8	37.3	43.0	38.1	23.9	38.1	(5.3)	(3.7)	(10.9)	2.1

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

Fig. 27: PER Valuation

PER Valuation	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
EPS(원)	1,565	-961	227	3,816	5,012	7,023
YOY	*-78%*	*-161%*	*-124%*	*1582%*	*31%*	*40%*
적정 PER(배)					24.0	24.0
적정주가(원)					120,287	168,562
적정주가(원)					140,000	
종가(원)					102,600	
상승여력					36%	

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

Fig. 28: 한국콜마 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	574.8	660.3	626.5	590.5	653.1	738.8	730.3	722.1	2,452.1	2,844.3	3,221.0
YoY(%)	*18%*	*10%*	*21%*	*7%*	*14%*	*12%*	*17%*	*22%*	*14%*	*16%*	*13%*
한국	247.8	297.0	273.6	241.3	274.3	336.6	326.8	315.6	1,059.7	1,253.2	1,479.4
중국	34.6	52.7	36.6	29.9	41.6	53.9	42.8	37.3	153.7	175.6	189.9
미국	7.0	13.4	17.5	20.0	21.7	23.3	27.7	30.1	57.9	102.9	146.0
캐나다	9.0	12.6	9.2	8.7	8.7	9.1	9.0	9.0	39.5	35.9	38.4
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	65.7	67.7	69.2	275.5	266.4	292.6
GP	160.6	193.8	176.9	167.6	190.3	219.4	219.7	210.3	698.9	839.7	955.9
YoY(%)	*37%*	*19%*	*25%*	*7%*	*18%*	*13%*	*24%*	*25%*	*21%*	*20%*	*14%*
GPM	27.9%	29.3%	28.2%	28.4%	29.1%	29.7%	30.1%	29.1%	28.5%	29.5%	29.7%
OP	32.4	71.7	54.5	35.1	59.9	79.0	74.9	53.1	193.9	266.8	317.5
YoY(%)	*169%*	*29%*	*76%*	*-6%*	*85%*	*10%*	*37%*	*51%*	*42%*	*38%*	*19%*
OPM	5.6%	10.9%	8.7%	6.0%	9.2%	10.7%	10.3%	7.3%	7.9%	9.4%	9.9%
한국	22.8	44.2	37.2	18.1	33.9	53.1	46.1	25.2	122.4	158.4	186.3
중국	1.8	6.7	1.0	-1.5	3.1	4.1	3.3	2.9	8.0	13.3	16.1
미국	-2.5	-1.3	-3.4	1.2	1.5	0.0	0.6	0.6	-6.0	2.7	8.1
캐나다	-2.1	-0.9	-1.8	-2.1	-1.3	-1.5	-1.4	-1.4	-6.9	-5.5	-4.3
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	-0.7	1.0	-0.5	1.4	-1.1	1.9
판관비	128.2	122.0	122.4	132.5	130.3	140.5	144.8	157.2	505.1	572.8	638.5
인건비	45.5	46.7	45.7	50.1	48.9	50.2	50.4	57.8	188.0	207.3	236.6
지급수수료	33.1	27.1	28.2	32.8	32.7	35.4	36.2	39.7	121.2	144.1	157.9
광고선전비	13.0	13.2	11.5	11.8	11.6	14.0	13.7	13.6	49.5	53.0	60.4
유무형 감가	9.5	9.8	10.6	10.2	11.9	12.4	12.6	12.6	40.1	49.5	55.8
연구개발비	8.7	7.4	8.3	7.5	6.2	8.6	8.6	8.2	31.9	31.7	36.6
영업외순익	-12.2	-12.4	-19.1	-10.4	-27.5	-9.9	-10.7	-8.0	-54.1	-56.2	-42.2
세전이익	20.2	59.3	35.5	24.8	32.4	69.0	64.1	45.0	139.8	210.6	275.2
NP	6.3	34.9	15.4	33.5	13.2	43.0	38.1	23.9	90.1	118.3	165.8
YoY(%)	9%	0%	34%	-171%	109%	23%	148%	-29%	1635%	31%	40%
NPM	*1.1%*	*5.3%*	*2.5%*	*5.7%*	*2.0%*	*5.8%*	*5.2%*	*3.3%*	*3.7%*	*4.2%*	*5.1%*

Source: 다올투자증권

한국콜마 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	898.4	858.7	1,120.7	1,258.4	1,430.0
현금성자산	268.7	199.2	349.3	385.0	430.2
매출채권	323.8	294.5	366.4	417.2	480.1
재고자산	280.9	327.7	367.2	418.1	481.2
비유동자산	2,111.1	2,268.0	2,327.7	2,397.5	2,481.6
투자자산	179.7	207.6	216.9	225.7	234.8
유형자산	660.4	811.1	875.9	952.8	1,043.5
무형자산	1,271.0	1,249.3	1,235.0	1,219.1	1,203.2
자산총계	3,009.4	3,126.7	3,448.4	3,655.9	3,911.6
유동부채	1,283.7	1,215.0	1,373.8	1,430.2	1,500.0
매입채무	389.6	360.4	403.0	458.8	528.1
유동성이자부채	854.0	799.0	914.7	914.7	914.7
비유동부채	307.1	405.9	462.8	465.1	467.5
비유동이자부채	249.4	352.0	400.8	400.8	400.8
부채총계	1,590.8	1,621.0	1,836.6	1,895.3	1,967.5
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	589.5	738.3	921.8
자본조정	7.3	(1.8)	(1.2)	(1.2)	(1.2)
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,418.6	1,505.7	1,611.9	1,760.6	1,944.1
투하자본	2,209.1	2,409.8	2,529.6	2,640.8	2,777.0
순차입금	834.7	951.8	966.2	930.5	885.3
ROA	0.8	4.1	4.8	5.9	6.7
ROE	3.8	17.4	18.8	21.6	22.3
ROIC	4.5	7.5	8.1	9.3	10.6

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,155.7	2,452.1	2,844.3	3,221.0	3,664.4
증가율 (Y-Y,%)	15.5	13.7	16.0	13.2	13.8
영업이익	136.1	193.9	266.8	317.5	378.7
증가율 (Y-Y,%)	85.8	42.4	37.7	19.0	19.3
EBITDA	229.9	285.8	370.1	423.9	488.5
영업외손익	(101.8)	(54.1)	(56.2)	(42.2)	(45.6)
순이자수익	(36.2)	(38.9)	(39.4)	(45.9)	(52.4)
외화관련손익	0.5	15.3	10.3	13.7	16.1
지분법손익	2.5	12.5	0.1	0.0	0.0
세전계속사업손익	34.3	139.8	210.6	275.2	333.1
당기순이익	25.1	125.3	158.6	209.2	253.2
지배기업당기순이익	5.2	90.1	118.3	165.8	200.5
증가율 (Y-Y,%)	흑전	398.5	26.6	31.9	21.0
NOPLAT	99.7	173.8	201.0	241.3	287.8
(+) Dep	93.7	92.0	103.2	106.4	109.8
(-) 운전자본투자	16.5	43.6	68.8	45.6	56.6
(-) Capex	106.8	247.2	147.5	159.7	177.0
OpFCF	70.0	(25.0)	87.9	142.3	164.0
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	17.7	15.6	15.1	14.3	14.3
영업이익증가율(3Yr)	3.8	32.0	53.8	32.6	25.0
EBITDA증가율(3Yr)	7.8	26.1	35.5	22.6	19.6
순이익증가율(3Yr)	(46.1)	42.3	n/a	102.6	26.4
영업이익률(%)	6.3	7.9	9.4	9.9	10.3
EBITDA마진(%)	10.7	11.7	13.0	13.2	13.3
순이익률(%)	1.2	5.1	5.6	6.5	6.9

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	112.2	215.4	292.8	228.9	256.1
당기순이익	25.1	125.3	158.6	209.2	253.2
자산상각비	93.7	92.0	103.2	106.4	109.8
운전자본증감	(76.2)	(40.4)	31.9	(45.6)	(56.6)
매출채권감소(증가)	(59.5)	39.8	(66.6)	(50.8)	(62.9)
재고자산감소(증가)	(40.5)	(53.2)	(39.9)	(50.9)	(63.1)
매입채무증가(감소)	25.9	(7.0)	131.2	55.9	69.2
투자현금	(155.7)	(205.2)	(193.5)	(178.4)	(196.1)
단기투자자산감소	(34.6)	49.2	(33.1)	(2.1)	(2.2)
장기투자증권감소	0.9	14.1	(1.4)	(2.0)	(2.0)
설비투자	(106.8)	(247.2)	(147.5)	(159.7)	(177.0)
유무형자산감소	(15.7)	(11.5)	(0.6)	(7.7)	(7.7)
재무현금	(8.4)	(43.2)	55.4	(17.0)	(17.0)
차입금증가	7.6	24.8	55.4	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)	154.9	33.5	43.0
총현금흐름(Gross CF)	244.6	320.1	277.4	274.5	312.7
(-) 운전자본증가(감소)	16.5	43.6	68.8	45.6	56.6
(-) 설비투자	106.8	247.2	147.5	159.7	177.0
(+) 자산매각	(15.7)	(11.5)	(0.6)	(7.7)	(7.7)
Free Cash Flow	12.6	74.4	115.8	50.5	60.0
(-) 기타투자	(0.9)	(14.1)	1.4	2.0	2.0
잉여현금	13.5	88.5	114.4	48.6	57.9

주요투자지표

(원, 배)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	227	3,816	5,012	7,023	8,494
BPS	28,347	33,579	37,907	44,211	51,984
DPS	600	720	720	720	720
Multiples(x,%)					
PER	236.2	14.4	20.5	14.6	12.1
PBR	1.9	1.6	2.7	2.3	2.0
EV/ EBITDA	9.0	7.9	9.2	7.9	6.8
배당수익율	1.1	1.3	0.7	0.7	0.7
PCR	5.0	4.1	8.7	8.8	7.7
PSR	0.6	0.5	0.9	0.8	0.7
재무건전성 (%)					
부채비율	112.1	107.7	113.9	107.6	101.2
Net debt/Equity	58.8	63.2	59.9	52.9	45.5
Net debt/EBITDA	363.1	333.0	261.1	219.5	181.2
유동비율	70.0	70.7	81.6	88.0	95.3
이자보상배율	3.8	5.0	6.8	6.9	7.2
이자비용/매출액	2.1	1.9	1.7	1.7	1.7
자산구조					
투하자본(%)	83.1	85.6	81.7	81.2	80.7
현금+투자자산(%)	16.9	14.4	18.3	18.8	19.3
자본구조					
차입금(%)	43.8	43.3	44.9	42.8	40.4
자기자본(%)	56.2	56.7	55.1	57.2	59.6

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 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.

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

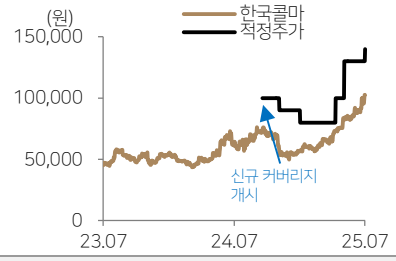
주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

투자등급 비율

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

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

한국콜마 (161890)



일자	애널리스트 변경	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
일자	2025.07.09					
투자의견	BUY					
적정주가	140,000원					

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	75,808원	83,600원	-24.2	-16.4
2025.05.12	130,000원	88,079원	100,100원	-32.3	-23.0
2025.07.09	140,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(25년 07월 08일)
** 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.