Company Note

2025.07.09

한국콜마 (161890)

Analyst 하희지 1300691@hmsec.com

2Q25 Preview: 여름아! 부탁해

BUY **TP 130,000원**

현재주가 (7/8)	102,600원
상승여력	26.7%
시가총액	2,422십억원
발행주식수	23,605천주
자본금/액면가	12십억원/500원
52주 최고가/최저가	102,600원/49,800원
일평균 거래대금 (60일)	19십억원
외국인 지분율	40.36%
주요주주 지분율	
한국콜마홀딩스외 23인	26.59%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	20.7	56.2	79.4
상대주가(%p)	9.0	17.0	45.2

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	4,645	6,559	110,000
After	4,901	7,050	130,000
Consensus	5,199	6,830	111,158
Cons. 차이	-5.7%	3.2%	17.0%

최근 12개월 주가수익률

자료: WiseFn, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 한국콜마 2Q25 연결 기준 매출액은 7,404억원(+12%yoy), 영업이익 840억원(17.1%yoy, OPM 11.3%)로 시장 컨센서스를 상회하는 실적 전망
- 투자의견 BUY, 목표주가 130,000원으로 상향 조정

주요이슈 및 실적전망

- 1) 국내(별도): 매출 +14%yoy, 영업이익 +24%yoy 시현. 2분기에도 수출 중심의 인디 고객사향 수주 호조 및 Sun 성수기 진입에 따른 믹스 개선 효과 가시화되며 별도 법인 영업이익률은 16% 시현 전망
- 2) 무석: 매출 +6.5%yoy, 영업이익 +4.7%yoy 예상
- 3) 미국: 매출 +75%yoy, 흑자 전환. 미국 주요 인디 고객사 호조 지속되며 2분기에도 흑자 기조 유지. 6월부터 미국 제2공장 가동 시작(디자인 Capa 1.5개, 초기 3,000만개)됨에 따라, 하반기부터 일부 고객사 제품 생산 개시, 2026년 본격적인 일부 고객사 제품 생산 개시 및 2026년 본격적인 매출 발생 전망되는 점 긍정적
- 4) 캐나다: 매출 -27%yoy, 적자 확대. 주요 글로벌 고객사 생산 인하우스 전환에 따른 물량 축소에 따라 상반기 매출 회복 제한적일 것으로 전망
- 5) 연우: 매출 -12%yoy, 적전 전망

주가전망 및 Valuation

- 한국콜마 25~26F 실적 추정치 상향 조정에 따른 목표주가 130,000원으로 상향 조정(12M Fwd EPS에 Target P/E 20배 적용). 국내 2분기 Sun 성수기 진입 및 늘어난 Capa를 바탕으로 하반기에도 견조한 성장 지속 기대. 또한, 하반기 미국 2공장 가동을 통해 추가적인 성장 가시화되며 주가 우상향 흐름 전망

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	2,156	136	5	230	227	흑전	236.2	1.9	12.0	0.8	1.1
2024	2,452	194	90	286	3,830	1,588.1	14.4	1.6	10.2	12.5	1.3
2025F	2,757	265	116	369	4,901	28.0	20.9	2.8	10.6	13.9	0.7
2026F	2,930	299	166	403	7,050	43.8	14.6	2.4	9.4	17.5	0.7
2027F	3,084	324	200	429	8,479	20.3	12.1	2.0	8.4	17.9	0.7

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 한국콜마 Valuation 산정

	내용	비고
영업가치	**2,964**	
12M Fwd 지배주주순이익	145.3	12M Fwd 지배주주순이익
Target P/E(배)	20	글로벌 Peer 12M Fwd P/E 에 20% 할증
유통주식수(천 주)	23,605	
목표주가(원)	130,000	
전일 종가(원)	102,600	2024.07.08 종가
상승여력(%)	26.7%	
투자의견	**BUY**	

자료: 한국콜마, 현대차증권

〈표2〉 실적 추이 및 전망

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	**574.8**	**660.3**	**626.5**	**590.5**	**653.1**	**740.4**	**697.0**	**666.6**	**2,452.1**	**2,757.1**	**2,929.5**
YoY(%)	***18%***	***10%***	***21%***	***7%***	***14%***	***12%***	***11%***	***13%***	***14%***	***12%***	***6%***
1. 한국(별도)	247.8	297.0	273.6	241.3	274.3	339.2	309.8	277.4	1,059.7	1,200.8	1,301.4
YoY(%)	*23%*	*17%*	*47%*	*12%*	*11%*	*14%*	*13%*	*15%*	*24%*	*13%*	*8%*
2. 무석	34.6	52.7	36.6	29.9	41.6	56.1	38.5	32.5	153.8	168.7	175.1
YoY(%)	*5%*	*-7%*	*1%*	*-8%*	*20%*	*7%*	*5%*	*9%*	*-3%*	*10%*	*4%*
3. 북미	16.0	26.0	26.7	28.7	30.4	32.6	35.3	36.4	97.4	134.7	149.6
YoY(%)	*-14%*	*15%*	*22%*	*40%*	*90%*	*25%*	*32%*	*27%*	*17%*	*38%*	*11%*
3-1) 미국	7.0	13.4	17.5	20.0	21.7	23.4	26.0	27.5	57.9	98.6	112.6
YoY(%)	*8%*	*61%*	*55%*	*75%*	*210%*	*75%*	*49%*	*38%*	*54%*	*70%*	*14%*
3-2) 캐나다	9.0	12.6	9.2	8.7	8.7	9.2	9.3	8.9	39.5	36.1	37.0
YoY(%)	*-25%*	*-12%*	*-12%*	*-5%*	*-3%*	*-27%*	*1%*	*2%*	*-14%*	*-9%*	*2%*
4. HK 이노엔	216.0	219.3	229.5	235.7	247.4	253.4	260.0	264.3	900.5	1,025.1	1,071.1
YoY(%)	*17%*	*7%*	*6%*	*5%*	*15%*	*16%*	*13%*	*12%*	*9%*	*14%*	*4%*
5. 연우	67.2	74.0	72.8	60.8	63.7	65.1	64.1	62.8	274.8	255.7	266.7
YoY(%)	*33%*	*17%*	*19%*	*-1%*	*-5%*	*-12%*	*-12%*	*3%*	*16%*	*-7%*	*4%*
영업이익	**32.4**	**71.7**	**54.5**	**35.1**	**59.9**	**84.0**	**69.2**	**52.0**	**193.9**	**265.2**	**298.9**
OPM(%)	***6%***	***11%***	***9%***	***6%***	***9%***	***11%***	***10%***	***8%***	***8%***	***10%***	***10%***
YoY(%)	***169%***	***29%***	***76%***	***-6%***	***85%***	***17%***	***27%***	***48%***	***42%***	***37%***	***13%***
1. 한국(별도)	22.8	44.2	37.2	18.1	33.9	54.6	43.7	25.2	122.3	157.4	172.5
OPM(%)	*9%*	*15%*	*14%*	*7%*	*12%*	*16%*	*14%*	*9%*	*12%*	*13%*	*13%*
YoY(%)	*69%*	*28%*	*185%*	*-2%*	*48%*	*23%*	*17%*	*40%*	*54%*	*29%*	*10%*
2. 무석	1.8	6.7	1.0	-1.5	3.1	7.0	1.9	1.4	8.0	13.4	14.2
OPM(%)	*5%*	*13%*	*3%*	*-5%*	*7%*	*13%*	*5%*	*4%*	*5%*	*8%*	*8%*
YoY(%)	*212%*	*-27%*	*-41%*	*적전*	*74%*	*5%*	*92%*	*흑전*	*-37%*	*68%*	*6%*
3. 북미	-4.6	-2.2	-5.2	-0.9	0.2	-0.1	-1.1	-1.0	-12.9	-2.0	1.0
OPM(%)	*-29%*	*-8%*	*-19%*	*-3%*	*1%*	*0%*	*-3%*	*-3%*	*-13%*	*-1%*	*1%*
YoY(%)	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*흑전*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*흑전*
3-1) 미국	-2.5	-1.3	-3.4	1.2	1.5	1.4	0.5	1.0	-6.0	4.4	6.8
YoY(%)	*적지*	*적지*	*적지*	*흑전*	*흑전*	*흑전*	*흑전*	*-17%*	*적지*	*흑전*	*55%*
3-2) 캐나다	-2.1	-0.9	-1.8	-2.1	-1.3	-1.5	-1.6	-2.0	-6.9	-6.4	-5.8
YoY(%)	*적지*	*적전*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*
4. HK 이노엔	17.3	24.3	22.2	24.4	25.4	25.3	26.7	27.3	88.2	104.7	118.8
OPM(%)	*8%*	*11%*	*10%*	*10%*	*10%*	*10%*	*10%*	*10%*	*10%*	*10%*	*11%*
YoY(%)	*209%*	*59%*	*-1%*	*9%*	*47%*	*4%*	*20%*	*12%*	*34%*	*19%*	*13%*
5. 연우	0.0	1.2	1.2	-1.0	-1.0	-0.8	0.2	0.3	1.4	-1.3	-0.1
OPM(%)	*0%*	*2%*	*2%*	*-2%*	*-2%*	*-1%*	*0%*	*0%*	*1%*	*-1%*	*0%*
YoY(%)	*흑전*	*0%*	*-25%*	*적전*	*적전*	*적전*	*-83%*	*흑전*	*352%*	*적전*	*적지*
세전이익	**20.2**	**59.3**	**35.5**	**24.8**	**32.4**	**67.8**	**65.5**	**30.6**	**139.8**	**196.3**	**252.9**
세전이익률(%)	***4%***	***9%***	***6%***	***4%***	***5%***	***9%***	***9%***	***5%***	***6%***	***7%***	***9%***
YoY(%)	***139%***	***36%***	***32%***	***흑전***	***60%***	***14%***	***85%***	***24%***	***307%***	***40%***	***29%***
지배주주순이익	**6.3**	**34.9**	**15.4**	**33.5**	**13.2**	**39.7**	**39.3**	**23.5**	**90.1**	**115.7**	**166.4**
NPM(%)	***1%***	***5%***	***2%***	***6%***	***2%***	***5%***	***6%***	***4%***	***4%***	***4%***	***6%***
YoY(%)	***9%***	***9%***	***9%***	***흑전***	***109%***	***14%***	***155%***	***-30%***	***1635%***	***28%***	***44%***

자료: 한국콜마, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,156	2,452	2,757	2,930	3,084
증가율 (%)	15.5	13.7	12.4	6.3	5.3
매출원가	1,578	1,753	1,954	2,064	2,158
매출원가율 (%)	73.2	71.5	70.9	70.4	70.0
매출총이익	578	699	803	865	925
매출이익률 (%)	26.8	28.5	29.1	29.5	30.0
증가율 (%)	23.2	20.9	14.9	7.7	6.9
판매관리비	442	505	538	567	601
판관비율(%)	20.5	20.6	19.5	19.4	19.5
EBITDA	230	286	369	403	429
EBITDA 이익률 (%)	10.7	11.7	13.4	13.8	13.9
증가율 (%)	54.4	24.3	29.0	9.2	6.5
영업이익	136	194	265	299	324
영업이익률 (%)	6.3	7.9	9.6	10.2	10.5
증가율 (%)	86.3	42.6	36.6	12.8	8.4
영업외손익	-105	-66	-70	-47	-38
금융수익	24	30	26	29	22
금융비용	59	54	41	41	39
기타영업외손익	-70	-42	-55	-35	-21
종속/관계기업관련손익	3	12	1	1	0
세전계속사업이익	34	140	196	253	286
세전계속사업이익률	1.6	5.7	7.1	8.6	9.3
증가율 (%)	100.0	311.8	40.0	29.1	13.0
법인세비용	9	14	37	31	20
계속사업이익	25	125	160	222	267
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	25	125	160	222	267
당기순이익률 (%)	1.2	5.1	5.8	7.6	8.7
증가율 (%)	흑전	400.0	28.0	38.8	20.3
지배주주지분 순이익	5	90	116	166	200
비지배주주지분 순이익	20	35	44	55	67
기타포괄이익	-11	-20	1	0	0
총포괄이익	14	105	160	222	267

(단위:십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	898	859	1,099	1,354	1,656
현금성자산	171	142	237	440	680
단기투자자산	98	57	65	68	72
매출채권	318	284	338	364	394
재고자산	281	328	370	389	416
기타유동자산	17	38	42	45	47
비유동자산	2,111	2,268	2,285	2,266	2,247
유형자산	660	811	845	849	853
무형자산	1,271	1,249	1,228	1,204	1,180
투자자산	53	55	56	57	58
기타비유동자산	127	153	156	156	156
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	3,009	3,127	3,384	3,620	3,903
유동부채	1,284	1,215	1,292	1,317	1,344
단기차입금	400	579	755	755	755
매입채무	190	188	212	223	235
유동성장기부채	438	207	0	0	0
기타유동부채	256	241	325	339	354
비유동부채	307	406	466	472	478
사채	60	249	295	295	295
장기차입금	139	60	60	60	60
장기금융부채	1	1	2	2	2
기타비유동부채	107	96	109	115	121
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,591	1,621	1,758	1,789	1,822
지배주주지분	649	793	875	1,024	1,208
자본금	11	12	12	12	12
자본잉여금	262	295	295	295	295
자본조정 등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	7	-2	-2	-2	-2
이익잉여금	368	488	570	719	902
비지배주주지분	770	713	751	807	873
자본총계	1,419	1,506	1,626	1,831	2,081

(단위:십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	112	215	312	308	345
당기순이익	25	125	160	222	267
유형자산 상각비	73	69	79	80	80
무형자산 상각비	21	23	24	24	24
외환손익	0	-10	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-76	-40	21	-18	-26
기타	69	48	28	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-156	-205	-164	-88	-89
투자자산의 감소(증가)	-10	-4	-2	-1	-1
유형자산의 감소	1	2	7	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-107	-247	-116	-84	-84
기타	-40	44	-53	-3	-4
재무활동으로인한현금흐름	-8	-43	-54	-16	-16
차입금의 증가(감소)	-55	-79	2	0	0
사채의증가(감소)	-240	190	100	0	0
자본의 증가	-2	33	0	0	0
배당금	-17	-19	-17	-17	-17
기타	306	-168	-139	1	1
기타현금흐름	3	4	0	0	0
현금의증가(감소)	-49	-29	95	203	240
기초현금	220	171	142	237	440
기말현금	171	142	237	440	680

(단위:원, 배, %)

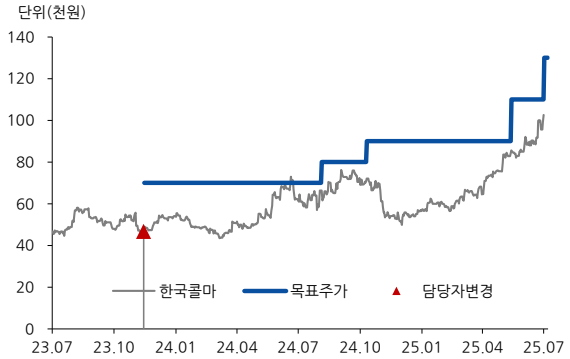
주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	1,099	5,329	6,769	9,399	11,305
EPS(지배순이익 기준)	227	3,830	4,901	7,050	8,479
BPS(자본총계 기준)	61,998	63,788	68,900	77,580	88,164
BPS(지배지분 기준)	28,347	33,579	37,076	43,406	51,165
DPS	600	720	720	720	720
P/E(당기순이익 기준)	48.8	10.3	15.2	10.9	9.1
P/E(지배순이익 기준)	236.2	14.4	20.9	14.6	12.1
P/B(자본총계 기준)	0.9	0.9	1.5	1.3	1.2
P/B(지배지분 기준)	1.9	1.6	2.8	2.4	2.0
EV/EBITDA(Reported)	12.0	10.2	10.6	9.4	8.4
배당수익률	1.1	1.3	0.7	0.7	0.7
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	흑전	385.1	27.0	38.9	20.3
EPS(지배순이익 기준)	흑전	1,588.1	28.0	43.8	20.3
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	1.7	8.6	10.2	12.8	13.6
ROE(지배순이익 기준)	0.8	12.5	13.9	17.5	17.9
ROA	0.8	4.1	4.9	6.3	7.1
안정성 (%)					
부채비율	112.1	107.7	108.1	97.7	87.6
순차입금비율	54.3	59.7	51.1	34.1	18.4
이자보상배율	3.0	4.2	7.3	8.2	8.9

** K-IFRS 연결 기준*

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2023.11.22	BUY	70,000	-28.69	-17.86
2024.05.22	AFTER 6M	70,000	-10.01	4.29
2024.08.12	BUY	80,000	-12.70	-4.75
2024.10.18	BUY	90,000	-32.63	-18.44
2025.04.18	AFTER 6M	90,000	-12.54	-6.11
2025.05.21	BUY	110,000	-18.20	-6.73
2025.07.09	BUY	130,000		

▶ 최근 2년간 한국콜마 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 하희지의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2024.07.01~2025.06.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	150건	91.5%
보유	14건	8.5%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.