

COMPANY ANALYSIS

BUY

목표주가 104,500 원
현재주가 82,100 원
상승여력 27.3%

Stock Information

시가총액	1조 9,380억원
발행주식수	2,361만주
유동주식비율	73.41%
52주 최고가	88,000원
52주 최저가	49,550원
외국인 지분율	36.07%
KOSPI	2,594.74
KOSDAQ	724.11

Price Trend



KUVIC Research Team 5

메일 kuvic_korea@naver.com

팀장	42기 Senior 정주이
팀원	41기 Senior 홍규민
팀원	43기 Junior 이종혁
팀원	43기 Junior 이재준
팀원	43기 Junior 조혜린

Who We Are



한국콜마 (161890)

선크림하면~ 한국콜마INDI?

투자 의견 'Buy', 목표주가 '104,500원'

본 리서치 팀은 SOTP Valuation에 따라 목표주가 104,500원, 상승여력 27.3%로 매수 의견을 제시한다. 동사의 2025년도 매출액과 영업이익은 각각 3조 170억원, 2,850억원으로 전망한다.

투자포인트 1. 태양의 수혜

다가오는 무더운 여름에, 한국콜마는 가슴이 뛰어나다. 본 리서치팀의 추정치에 따르면, 인디브랜드의 선크어 수출액이 1% 증가할 때마다 동사의 인디 브랜드 선크어 매출은 평균 2.6% 증가하는 구조를 보이고 있다. 실제로 2025년 1분기 인디브랜드의 선크어 수출이 전년 대비 22.9% 증가한 가운데, 동사의 관련 매출은 약 59.7% 증가할 것으로 전망된다. 이에 따라 선크어 부문이 전체 매출에서 차지하는 비중이 2024년 26.4% 2025년 32.5% 까지 확대될 것으로 예상된다.

투자포인트 2. 화장품은 내게 맡겨

동사의 매출은 인디 고객사의 성장성과 높은 상관관계를 보인다. 실제로 중소·중견(인디) 고객사의 수출 YoY는 동사의 매출 YoY와 유사한 경향성을 띤다. 고객사의 수출액이 상승하는 만큼, 동사의 매출이 상승한다는 것인데 동사가 보유하고 있는 인디 고객사의 성장성이 예사롭지 않다. 주요 고객사인 조선미녀, 스킨1004, 달바는 2024년 각각 3,100억 원, 2,500억 원, 2,700억 원의 매출을 기록했고 이는 동사에게 약 1,500억원의 매출로 이어졌다. 2025년에는 조선미녀 2,600억 원, 스킨1004 5,000억 원이 목표치로 제시되어 있다. 이에 동사의 전체 매출 중 인디 고객사에서 창출되는 매출 비중은 2023년 72%에서 2025년 84%로 확대될 전망이다.

K-뷰티는 빠르게 트렌드를 이끄는 만큼 브랜드 간 왕좌의 싸움은 치열하다. 단일 제품 실패만으로도 큰 타격을 입는 시장 구조 속에서, ODM은 브랜드 리스크와 무관하게 안정적인 생산과 실적 유지가 가능하다. 이에 소비자 니즈가 세분화되고 제품이 복잡해질수록, 빠른 대응이 가능한 ODM 구조의 경쟁력은 더욱 뚜렷해진다. 다시 말해, K-뷰티가 성장할수록, 동사를 주목해야 할 이유는 더욱 분명해진다.

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	2,156	2,452	3,017	3,401	3,762
YoY (%)	16%	14%	23%	13%	11%
영업이익 (십억원)	136	194	285	363	405
YoY (%)	86%	42%	47%	27%	12%
영업이익률 (%)	6.3%	7.9%	9.4%	10.6%	10.7%
당기순이익 (십억원)	25	125	170	231	263
EPS (원)	227	3,830	5208	7078	8058
P/E (배)	236.2	14.4	11.4	8.4	7.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 당기순이익

자료: KUVIC Research 5팀

C O N T E N T S

Summary	3
----------------	----------

산업분석	4
-------------	----------

Sunsational한 시대가 온다
INDI가 뭔디?

기업분석	7
-------------	----------

핵심사업부: 화장품 사업
ODM 강자, 한국콜마
주가추이분석

투자포인트	11
--------------	-----------

Point 1. 태양의 수혜
Point 2. 화장품은 내게 맡겨

투자리스크	15
--------------	-----------

밸류에이션	16
--------------	-----------

Summary

표 1. 주요 매출액 및 이익 테이블

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,156	2,452	3,036	3,323	3,745
(% YoY)	16%	14%	24%	9%	13%
화장품	1,091	1,280	1,636	1,811	2,079
HK이노엔(주)	829	897	1,106	1,209	1,341
연우(주)	236	275	294	303	325
매출원가	1,578	1,753	2,182	2,446	2,721
매출총이익	578	699	835	954	1,040
매출총이익률	27%	29%	28%	28%	28%
판매비 및 관리비	442	505	550	592	636
영업이익	136	194	285	363	405
영업이익률	6%	8%	9%	11%	11%
순이익	25	125	170	231	263
순이익률	1%	5%	6%	7%	7%

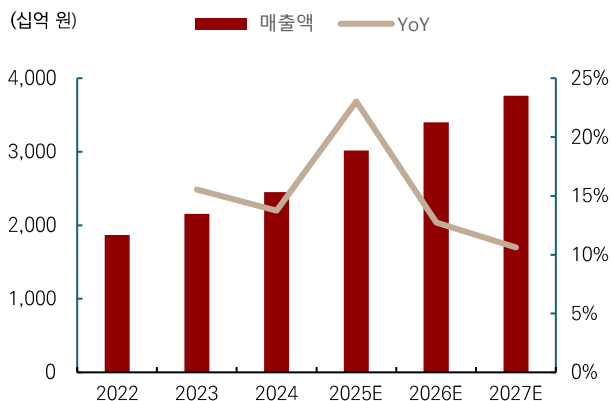
자료: KUVIC 리서치 5팀 추정

표 2. 주요 밸류에이션 테이블

단위: (십억 원)	2025E	2026E	비고
화장품 부문 영업가치(A)	1,446	2,207	
당기순이익	80	122	
적정 PER	18.1	18.1	
HK이노엔 지분가치(B)	577	705	지분율 43%
당기순이익	90	109	
적정 PER	15	15	
적정기업가치(A)+(B)	2,023	2,912	
발행주식수(천주)	23,605	23,605	
적정주가(원)	85,717	123,356	
적정주가(원)		104,536	
목표주가(원)		104,500	
현재주가		82,100	
Upside		27.3%	104,536원의 조정가액

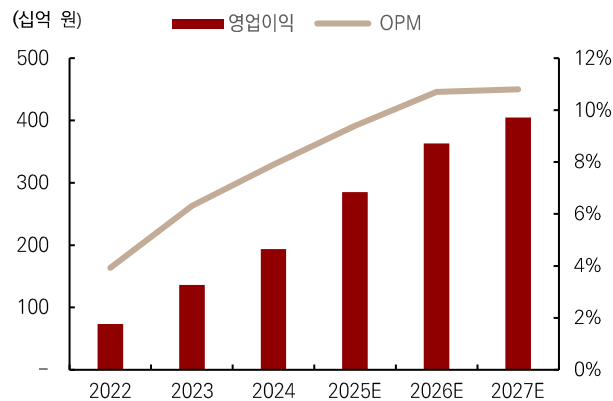
자료: KUVIC 리서치 5팀 추정

그림 1. 매출액 추이 및 전망



자료: KUVIC 리서치 5팀 추정

그림 2. 영업이익 & OPM 추이 및 전망



자료: KUVIC 리서치 5팀 추정

산업분석

SUNsational한 시대가 온다

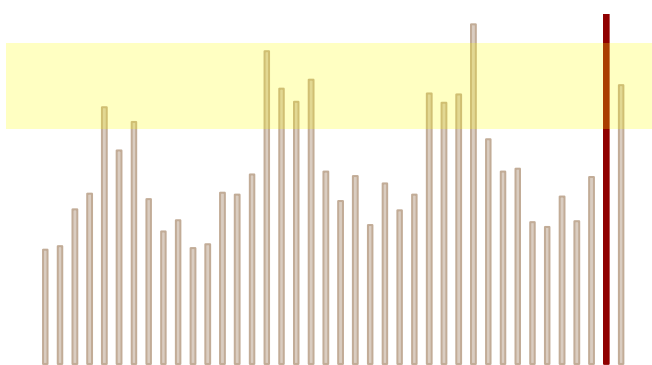
필수재가 되어가는 선크림

떠오르는 태양과 함께 선크어 제품이 떠오르고 있다. 이는 구글 트렌드에서 확인할 수 있는데, 선크림 성수기인 5~6월에도 노란색 벽을 뚫지 못한 'sunscreen' 키워드는 올해 드디어 오랜 상단을 돌파하였다. 주목할 점은 매년 최대 성수기였던 5~6월이 아닌, 3월에 고점을 뚫었다는 것이다. 여태껏 비수기라 불렸던 3월에 이미 "sunscreen" 검색어의 고점을 넘었다는 점은 여름에만 쓰던 선크림의 계절성이 열리고 있음을 보여준다.

모두의 이목 집중:
선크림은 필수재?!

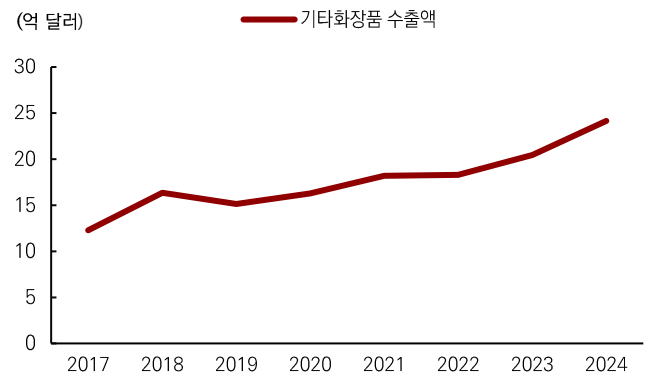
최근 워싱턴 포스트는 '관세 부과 전 사재기에 나선 품목' 중 한국산 선크림이 6위라고 언급하였다. 이는 과거 한국에서 벌어진 인공눈물 사재기 현상과 유사하다. 두 사례 모두 정책 변화(급여 축소 혹은 관세 부과)로 인해 가격 인상이 예고되자, 소비자들 이 해당 제품에 대한 접근성이 떨어질 것을 우려해 사전에 대량 구매에 나섰다는 점에서 말이다. 특히 미국에서는 선크림이 일반의약품(OTC)으로 분류되고 피부암 예방을 위한 지속적인 사용이 권장되기 때문에, 선크림의 존재가 단순한 미용재에서 그치지 않는다. 이번 사재기 현상은 선크림이 미국 소비자들 사이에서 실질적인 준필수재로 자리잡았음을 보여주는 하나의 지표다. 이는 일시적인 해프닝이 아니다. 국내 화장품 기업들의 전체 화장품 수출액 중 선크어 제품이 차지하는 비중이 2021년 24%에서 2025년 30%로 증가한 것이 이를 뒷받침하고 있다.

그림 3. Sunscreen 검색어, 3월에 고점을 뚫다



자료: 구글 트렌드, KUVIC 리서치 5팀 추정

그림 4. 선크어 제품 수출액 증가



자료: TRASS, KUVIC 리서치 5팀

Why K-선크림? 화장품만큼은 우리나라가 프리미어리그

기술력으로 세계
최고인 K-선크림

K-선크림이 글로벌 시장에서 경쟁력을 입증하며 국내 선크어 제품의 수출 호조가 지속되고 있다. 미국 커뮤니티 사이트 레딧에서는 "이제 미국산으로는 돌아갈 수 없다"는 반응이 다수 공유되고 있으며, 워싱턴 포스트는 "한국 자외선 차단제는 미국 제품 대비 압도적인 성능을 제공한다"고 보도한 바 있다.

실제 아마존 선크림 베스트셀러 Top100에 23개의 한국 제품이 이름을 올리며 세계적으로 K-선크림의 인기를 입증하고 있다. 이 같은 경쟁력은 규제 환경의 차이에서 비롯된다. 미국과 캐나다 등의 국가에서는 자외선 차단제를 일반의약품(OTC)으로 분류해 필터 사용에 제약이 있는 반면, 한국 선크림은 화장품으로 분류되어 Tinosorb·Uvinul 등 최신 필터를 적용한 고성능 제품이 가능하다. 글로벌 시장 내 선크어 제품에 대한 선호 확대에 힘입어, 2024년 국내 화장품 수출액은 전년 대비 20.6% 증가한 102억 달

러를 기록했으며, 한국은 세계 최대 뷰티 시장이자 최대 화장품 수입국인 미국 시장에서 20년간 1위를 유지하던 프랑스를 제치고 최초로 **화장품 수출국 1위**를 차지하였다.

INDI가 뭔디?

요즘 대세는 인디브랜드

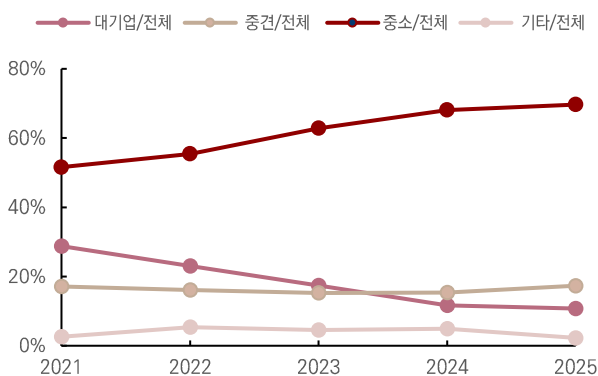
인디브랜드 vs 레거시
취향을 사느냐,
전통을 사느냐

요즘 화장품 시장의 성장은 인디브랜드가 이끈다고 해도 과언이 아니다. 한국의 대표 인디브랜드 조선클러는 2024년 3,240억원의 매출을 기록하며 전년 대비 132% 성장했으며, 달바 글로벌은 3,090억원으로 54% 성장했다. 인디브랜드의 부상은 한국에만 국한되지 않는다. 2024년 미국에서는 인디브랜드가 뷰티 판매의 32% 달러 점유율을 차지하며 존재감을 입증했다. 이러한 성장은 **인디 브랜드의 ①트렌드 변화에 대한 민첩함 ②SNS 중심의 바이럴 마케팅 ③온라인 채널 성장으로 인한 진입의 용이성에 기인한다.** 인디 브랜드는 **빠른 제품 기획 및 출시 속도로 트렌드를 쫓는** 반면, 레거시 브랜드는 복잡한 내부 구조와 느린 의사결정 속도로 인해 시장 변화에 민첩하게 대응하지 못하고 있다. 과거에 비해 현저히 빠른 속도로 변하는 최근 화장품 시장 대해 L'Oréal의 CEO는 “진입 장벽은 낮아졌지만, 성장 장벽은 더욱 높아지고 있다”고 말한 바 있으며 이는 현 상황 레거시 브랜드가 겪고 있는 문제를 단적으로 보여준다.

빠른 트렌드를
섭렵할 수 있는 건
오직 인디브랜드

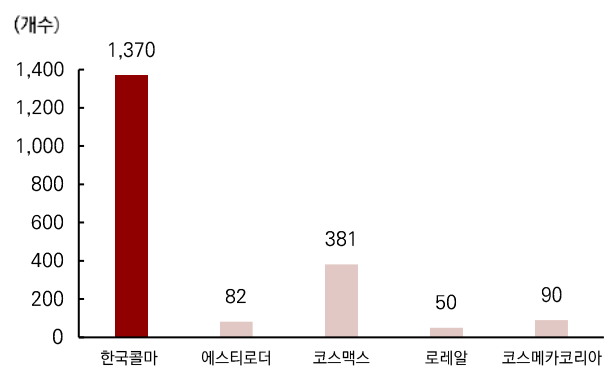
실제로, 네이버 스토어 기준 대표적인 레거시 브랜드인 에스티로더(18,689개)와 로레알(26,150개)의 제품 수는 한국콜마(26,739개)나 코스맥스(31,875개)와 유사하지만, 매년 출시되는 신제품 수에서는 큰 차이를 보인다. 에스티로더는 연간 50개, 로레알은 82개의 신제품을 보유한 반면, 한국콜마는 1,370개, 코스맥스는 381개의 신제품을 출시하고 있어, 인디 브랜드의 빠른 제품 출시 트렌드의 모습이 두드러지고 있다.

그림 5. 중소기업 및 중견기업 화장품 수출액 추이



자료: TRASS, KUVIC 리서치 5팀

그림 6. 주요 레거시 브랜드와 ODM사의 신제품 개수



자료: 네이버스토어, KUVIC 리서치 5팀

인디브랜드 성공의 열쇠: 해외 진출

인디 브랜드의 증가율은 높지만, 그에 반해 폐업률도 상당하다. 다시 말해, 모든 인디 브랜드가 다 성공할 수 있는 것은 아니다. **인디 브랜드의 성공을 결정짓는 가장 중요한 요소는 해외 진출 여부다.** 대표 사례로 ‘달바(d’Alba)’는 내수 중심 전략에서 벗어나 해외 시장으로의 본격적인 확장을 통해 2024년 해외 매출 1억 달러를 기록했다. 특히 일본에서 3.3배, 동남아시아에서 4.2배 성장을 이루며, 전체 매출의 45%가 해외에서 발생했다.

‘라운드랩’으로 잘 알려진 서린컴퍼니는 ‘독도라인’ 토너와 ‘자작나무 즙 보습제’를 앞세워 북미·유럽·동남

아 등 다수 국가로 유통망을 확장하며, 수출액이 2023년 1,300만 달러에서 2024년 3,000만 달러로 2배 이상 증가했다. 마녀공장, 코스알엑스, 아누아 등 주요 인디 브랜드들도 아마존, 타겟, 얼타뷰티, 세포라, 코스트코 등 글로벌 유통 채널에 진입하고 있으며, 틱톡·유튜브 등 디지털 플랫폼을 활용한 바이럴 마케팅을 통해 200~300%대의 급성장을 기록 중이다. 결국, 수출 다변화와 해외 시장 안착에 성공한 브랜드만이 치열한 경쟁 속에서 살아남을 수 있음을 직·간접적으로 알 수 있다.

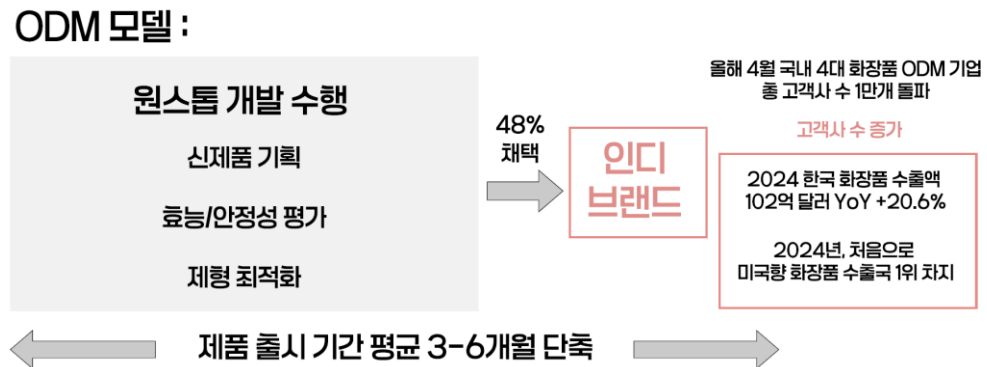
인디 브랜드 성장의 주역, ODM

인디브랜드가 뜰 수 있었던 근본적인 뒷받침: ODM사

이토록 가파른 인디 브랜드의 성장 뒤에는 ODM(Original Design Manufacturing)의 역할이 핵심적으로 자리하고 있다. 과거에는 브랜드가 제품 콘셉트부터 성분 기획, 생산까지 모두 책임져야 했던 반면, 최근에는 ODM사가 제품 개발 전 과정을 관리하면서 인디 브랜드가 진입 장벽 없이 시장에 빠르게 진입할 수 있는 환경이 만들어졌다. 특히 대형 ODM 기업들은 브랜드의 요청이 없더라도 자체적으로 트렌드에 기반한 제품 레시피를 선제안하는 방식으로 사업을 확장하고 있다. 이에 따라 브랜드는 제품 개발보다 마케팅과 브랜딩에 집중할 수 있어 진입 장벽이 현저히 낮아진 구조가 형성되고 있다.

ODM사들은 신제품 기획부터 효능·안정성 평가, 제형 최적화까지 원스톱 개발을 수행하며, **제품 출시 기간을 평균 3~6개월로 단축한다**. 실제로 신규 화장품 스타트업의 약 48%가 개발 기간 단축을 위해 ODM 모델을 선택하고 있다.

그림 7. ODM 모델



자료: KUVIC 리서치 5팀

WHY ODM?

브랜드사가 아닌 ODM사를 주목해야 하는 이유

트렌드가 빠르게 변화하는 만큼, 화장품 브랜드사의 수명은 누구도 장담할 수 없다. 실제로 한때 ‘국민 톤업크림’으로 불리며 수백억 원의 매출을 기록했던 국내 브랜드 어퓨(APIEU)는 몇 년 사이 소비자 기억에서 사라졌고, 로드숍 시장을 주도하던 더페이스샵, 이니스프리, 미샤 등도 오프라인 철수와 구조조정을 반복하며 예전의 영향력을 잃고 있다. 유행에 민감한 시장 구조 속에서 브랜드가 생존하는 일은 점점 더 어려워지고 있으며, 특히 제품 하나가 흥행에 실패하면 브랜드 전체가 흔들릴 수 있다는 점에서 그 불안정성은 더욱 커지고 있다. **그에 반해, ODM 기업은 이러한 브랜드 리스크에서 자유롭다.**

ODM은 브랜드사의 흥망과 무관하게 ‘제조’라는 고정된 역할을 수행하기 때문에, 어떤 브랜드가 유행하든 상관없이 제품을 안정적으로 공급하며 실적을 유지할 수 있다. 즉, 브랜드가 소비자에게 팔기만 하면 되고, 제조는 ODM이 도맡는 구조다. 이러한 구조는 오히려 뷰티 트렌드가 다양해지고 빠르게 바뀔수록 더욱 유리하다. **소비자들의 피부 타입, 기능적 니즈, 성분 선호도가 점점 더 세분화되면서 브랜드들은 복잡한 제품 포트폴리오를 요구하게 되는데, 이를 신속하게 구현해낼 수 있는 것이 바로 ODM이다.**

기업분석

동사는 화장품 ODM, 전문의약품, H&B, 패키징 부문에서 사업을 영위하고 있으며, 2024년 기준 각 사업부문의 매출 비중은 화장품 ODM 55%, 전문의약품 및 H&B 35%, 패키징 10%로 구성되어 있다.

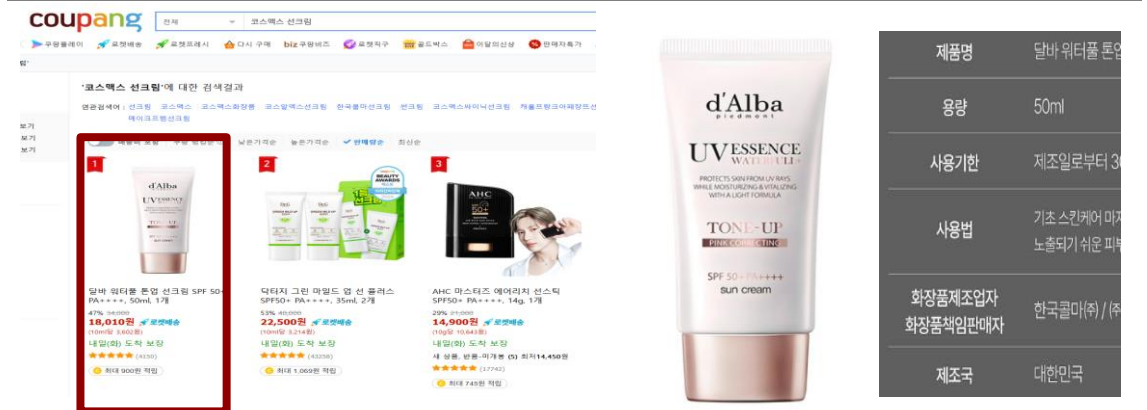
핵심사업부: 화장품 사업

어딜가나 1등하는
동사의 선크림

아몰파 한국콜마 선크림

쿠팡에서 ‘코스맥스 선크림’을 검색했음에도 불구하고, 판매량 기준으로 가장 먼저 노출되는 1위 제품이 한국콜마가 제조한 선크림이라면, 이는 한국콜마 선크림의 높은 인기를 한눈에 보여주는 사례다. 실제로 한국콜마가 제조한 ‘달바 워터풀 톤업 선크림’은 쿠팡 내 선크림 카테고리에서 판매량 1위를 차지하고 있다. 이 제품은 단순히 많이 판매된 데 그치지 않는다. 총 4,143건의 리뷰에서 평균 별점 4.8점 이상을 기록하며 소비자 만족도가 매우 높고, 특히 판매량 2위 제품과 비교했을 때 ‘발림성’ 항목에서 압도적인 호평을 받고 있다. 부드럽게 발린다는 평가를 받은 비율이 해당 제품은 92%에 달하는 반면, 경쟁 제품은 79% 수준에 그쳤다. 이는 한국콜마가 제조한 선크림이 제품 품질과 사용 경험 면에서 뚜렷한 경쟁 우위를 확보하고 있음을 보여준다.

그림 8. 쿠팡 “코스맥스 선크림” 검색 시, 판매량 1위 제품은 동사 제품



제품명	달바 워터풀 톤업
용량	50ml
사용기한	제조일로부터 3
사용법	기초 스킨케어 미지 노출되기 쉬운 피
화장품제조업자 화장품책임판매자	한국콜마(주) / (주)
제조국	대한민국

자료: 쿠팡, 달바, KUVIC 리서치 5팀

끊임없는 R&D 투자

다다익선:
품목이 다양할수록
외국인 소비자를
사로잡을 수 있다

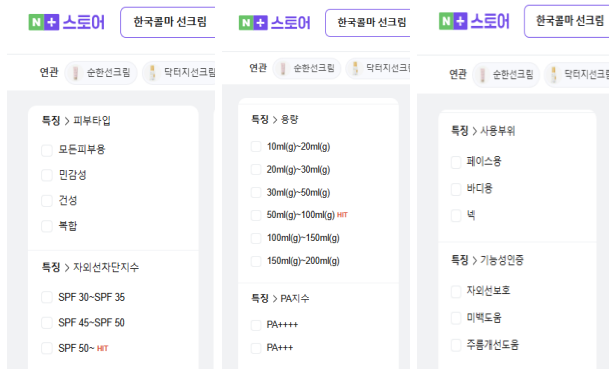
이러한 시장 경쟁력은 차별화된 연구개발 역량에서 비롯된다. 동사는 기존 자외선 차단제의 단점으로 지적되던 끈적임, 백탁 현상, 무거운 발림감 등을 해소한 신규 포물러를 지속적으로 개발해오며, 다양한 트렌드 맞춤형 제형을 만들어내고 있다.

동사의 제품 다양성과 세분화된 대응력은 네이버 스토어에서도 확인할 수 있다. “한국콜마 선크림”을 검색하면, 피부타입, 자외선차단지수(SPF), 용량, PA지수, 사용부위, 기능성인증 여부, 발림성 등 총 7가지 분류기준으로 제품이 세분화되어 표시된다. 반면 동일 조건에서 “코스맥스 선크림”을 검색할 경우 아무런 분류기준이 설정되지 않는다. 이는 곧 동사가 보다 다양한 SKU를 보유하고 있으며, 선케어 시장에서 맞춤형 제품 개발 역량이 뛰어나다는 것을 의미한다.

이는 다양한 제품군을 선호하는 글로벌 소비자의 수요에 대처할 수 있음을 나타내기도 한다. 아마존 “sunscreen”의 연관 검색어 1위, 2위, 3위가 for face(부위), spray(제형), spf 50(차단지수)인 점을 고려하면, 글로벌 소비자들이 자외선 차단제 선택 시 제품의 세분화된 특성과 다양한 제형을 중시한다는 것

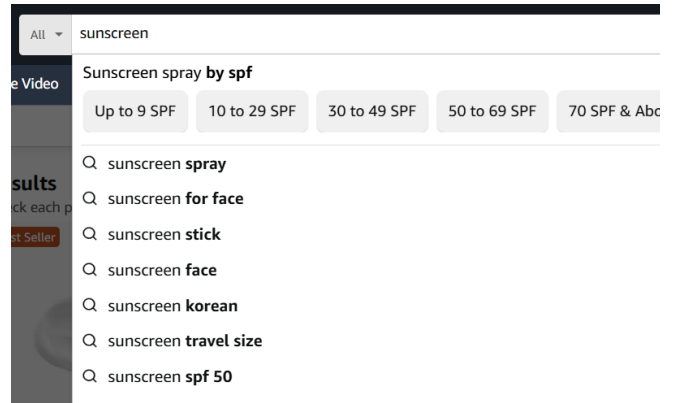
을 알 수 있고 이러한 수요에 동사의 다양한 제품이 선택지가 될 수 있음을 의미한다. 이러한 뛰어난 기술력을 바탕으로 동사는 다양한 고객사의 요구에 대응하기 위해 ‘1사 1처방’ 원칙을 고수하고 있다.

그림 9. 네이버스토어 “한국콜마 선크림” 검색 시 분류 기준



자료: 네이버스토어, KUVIC 리서치 5팀

그림 10. 아마존 “sunscreen” 연관 검색어, 글로벌 소비자의 경향



자료: 아마존, KUVIC 리서치 5팀

동사는 업계 최초로 선크림에 특화된 독립 연구소를 운영해오며 지속적인 R&D 투자와 차별화된 기술개발을 선도해왔다. 이에, 동사는 글로벌 최고 수준의 자외선 차단 기술력을 확보하고 있다.

특히 2025년 2월, 동사는 세계 최초로 유·무기 복합 자외선 차단제 안정화 기술을 개발했다. 이는 자극이 적고 물리적 차단력이 우수한 무기자차의 장점과, 가볍고 부드러운 발림감을 제공하는 유기자차의 장점을 모두 갖춘 복합 제형으로, 업계의 오랜 난제였던 성분 간 응집 현상을 신규 복합체 원료와 고도화된 분산 기술로 해결한 사례다. 해당 기술은 식약처 기능성 인증을 획득했으며, 국제특허(PCT)도 출원 중이다. 향후 글로벌 선커어 시장 확대에 있어 기술적 기반으로 활용될 수 있을 것으로 기대된다.

ODM 강자 한국콜마

믿고 쓴다, 한국콜마

많이 쓰이는 데는 이유가 있다. 샤넬, 디올, 로레알과 같은 프랑스 화장품이 세계 시장에서 수십년, 심지어 수백년 간 신뢰받는 이유는 EU의 엄격한 규제를 준수해 안전성과 효능을 갖춘 제품을 생산하기 때문이다. 이처럼 화장품은 피부에 직접 사용하는 제품으로, **소비자가 “믿고 쓸 수 있는” 신뢰 확보가 무엇보다 중요한 산업**이다. 2020년 말, 국내 선크림 시장에서는 SPF 허위표기 이슈가 불거지며 업계 전반의 신뢰도에 심대한 타격이 발생했다. 당시 SPF 50으로 표기된 일부 제품이 실제로는 SPF 30 미만으로 측정되면서 논란이 확산되었다.

이러한 혼란 속에서도 동사가 제조한 제품에서는 단 한 건의 허위표기도 확인되지 않아, 동사의 품질 관리 역량과 신뢰도가 오히려 부각되는 계기가 되었다. 이에 따라 일부 브랜드는 기존 제조사와의 거래를 중단하고 동사로 생산을 전환하는 사례가 잇따랐다.

대표 사례로, ‘라운드랩 수분 선크림’은 이 사건 이후 2021년부터 동사가 제조를 담당하면서 점유율이 급등했다. 시장 내 존재감이 미미했던 해당 제품은 2021년 올리브영 선크림 카테고리 내 3위에 진입한 데 이어, 2022년부터 2024년까지 3년 연속 부동의 1위를 유지하며 독보적인 브랜드로 자리매김했다. 이처럼 동사는 단순한 ‘기술력’뿐만 아니라 ‘품질 신뢰도’까지 시장에서 입증하며, 국내 선크림 시장 점유율 1위에 자리매김하는 결정적 성장 동력을 확보했다.

미국 제2공장 신규 가동

중국과 미국도 이제서야 꽃을 피울 계절이 왔다. 이 성장의 중심에는 동사의 선크림이 큰 몫을 하고 있다. 특히 중국에서 가장 많이 팔린 선케어 제품 상위 10위 안에 든 “미스틴” 브랜드를 고객으로 확보하고 있다는 점은 주목할 만하다.

동사는 미국 제2공장의 신규 가동을 6월에 앞두고 있다. 제2공장은 기존 제1공장(연간 6,800만 개) 대비 약 2배 규모인 연간 1억 5,000만 개 수준으로 가동될 예정이며, 이는 국내 ODM 기업 중 최대 규모로써 동사 전체 Capa의 약 20%가 미국 내에 위치하게 된다. 신규 가동될 제2공장의 자동화율은 80~90% 수준으로, 국내 공장의 약 70% 자동화율 대비 생산성이 강화되었다. 주요 생산 품목 또한 고마진 제품인 선크림에 집중되며, 제품 믹스 측면에서도 수익성 제고가 기대된다.

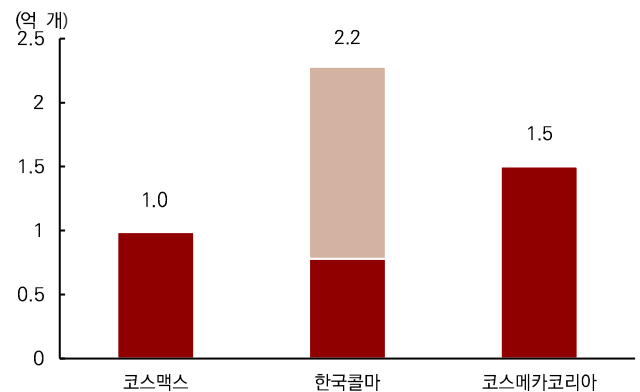
최근 미국의 상호관세 부과에 따라 동사의 미국 2공장이 고객사를 추가 확보하는 데 더욱 탄력이 붙게 되었다. 제1공장이 현재 약 30개의 고객사를 확보하고 있는 것과 달리, **제2공장은 본격 가동 전부터 100여 개 고객사와 협업을 논의 중이다. 이 중 한국 브랜드는 12곳이며, 초기에는 단 1곳만이 생산 결정을 내렸으나, 4월 관세 발표 이후 협업 중이던 모든 한국 고객사가 미국 생산 전환을 결정했다.** 동사에게는 생산 수요 확대뿐만 아니라 가격 주도권 확보 및 마진 개선으로 이어질 가능성을 높이는 중요한 전환점이다.

그림 11. 중국법인 고객사: 미스틴



자료: 미스틴, KUVIC 리서치 5팀

그림 12. 주요 ODM사 미국 CAPA (2025년)



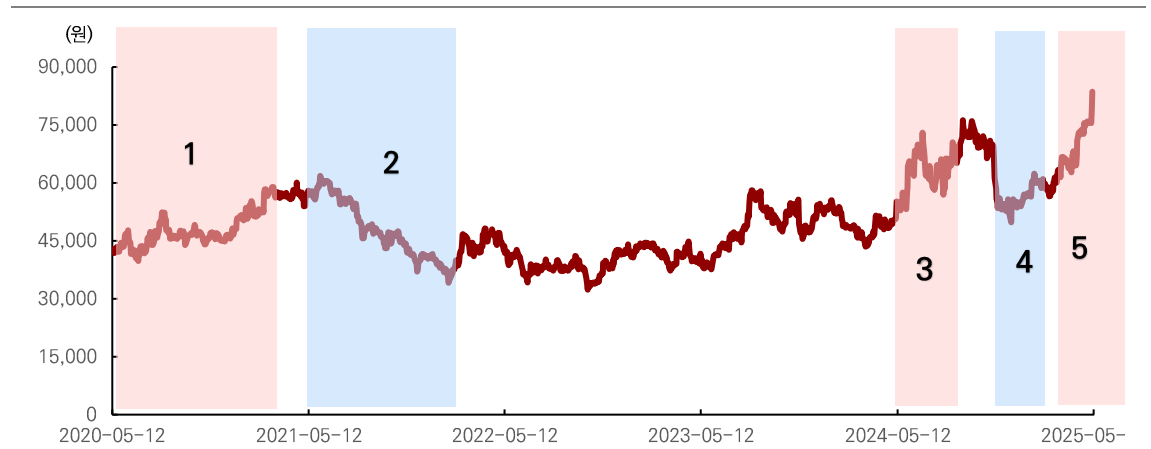
자료: 각사, KUVIC 리서치 5팀 추정

순조로운 미국 진출, HK이노엔

HK이노엔은 매출의 35%를 차지하는 전문의약품 사업부로 케이캡, 기초수액, 영양수액, 백신 등의 의약품들을 판매하고 있다. HK이노엔의 대표 전문의약품인 ‘케이캡(K-CAB)’은 위식도역류질환 및 위궤양 치료 목적의 의약품이다. 현재 중국과 미국을 포함한 35개국에 기술 수출 및 완제품 수출 계약을 체결했으며, 이 중 7개국에서는 품목 허가를 받아 실제 판매 중이다. 케이캡의 미국 시장 진출도 순조롭게 진행 중이다. 2025년 4월, 임상 3상 시험의 성공을 공식 발표했다. 이에 따라 2025년 하반기 FDA 신약허가 신청, 2026년 하반기 제품 출시를 목표로 미국 진출이 본격화될 전망이다.

주가추이분석

그림 13. 주가추이분석



자료: KUVIC 리서치 5팀

1. 2020 05 ~ 2021 05

팬데믹 상황에도 불구하고 홈쇼핑, 온라인 등의 비대면 유통채널의 강화를 통해 견조한 실적을 나타냈다.

2. 2021 06 ~ 2022 12

중국 정부의 제로 코로나 정책에 따른 도시 봉쇄, 경쟁사 대비 저조한 손소독제 기술력 등이 복합적으로 작용하며 실적이 저조했다. 또한 동사의 자회사인 HK이노엔이 코로나19의 확산 및 장기화로 영업이익이 42% 하락하며 불확실성이 확대되었다.

3. 2022 12~ 2024 09

미국 시장에서 성과가 나타나며 실적 턴어라운드에 성공했다. K-뷰티의 인기 상승과 인디 브랜드들의 수요 증가에 힘입어 미국 법인의 수주가 증가했으며, 특히 선케어 제품군의 강세가 두드러졌다. 아마존, 올리브영 등 온라인 플랫폼에서의 조선미녀, 스킨1004, 라운드랩 등 동사 제품이 다수 상위권에 위치하며 제품 경쟁력을 세계적으로 인정받았다.

4. 2024 10~ 2024 12

핵심 사업인 국내 화장품 ODM 부문은 기대에 부합하는 성과를 냈지만, HK이노엔, 연우 등 자회사들의 실적이 예상보다 부진한 성과를 보이며 주가하락으로 이어졌다.

5. 2025 01 ~ 현재

점차 선케어 제품의 계절성이 약화되고 필수 스킨케어 루틴으로 자리 잡으면서 동사의 선케어 제품 매출이 큰 폭으로 성장했다. 특히 미국 제2공장을 신규 가동하면서 추가 성장을 기대하고 있다. 자회사 HK이노엔의 케이캡의 임상 3상이 성공적인 결과를 가져오며 미국 시장 진출에 대한 기대를 받고 있다.

투자포인트

Point 1. 태양의 수혜

인디브랜드 선케어 수출 1% 증가 → 동사 인디 선케어 매출 2.6% 상승

선케어 제품의 성장은 동사의 매출 성장성과 수익성 개선으로 직결된다. 지금 전 세계적으로 선케어 제품에 대한 수요가 그 어느 때보다도 뜨겁고, 실제 수출 성장률에서도 그 흐름이 명확하게 드러나고 있다. 이러한 시장 환경 속에서, 글로벌 선케어 트렌드를 정교하게 흡수하고 있는 동사의 실적 레버리지 구조는 단연 돋보이며, 선케어가 잘나가는 지금, 동사를 반드시 주목해야 하는 이유가 여기에 있다.

본 리서치 팀의 추정에 따르면 인디브랜드의 선케어 수출액이 1% 증가할 때마다, 동사는 해당 고객사로 부터 평균 2.6%의 매출 성장을 달성하는 구조를 보이고 있다. 즉, 동사의 선케어 부문 매출은 고객사인 인디 브랜드의 선케어 제품 수출액 증가에 정비례한 관계를 띠고 있다는 것이다. 실제로 과거 데이터를 분석한 결과, 인디 브랜드의 선케어 제품 수출액이 전년 대비 22% 증가했을 때, 동사의 해당 부문 매출은 57.5% 증가한 것으로 나타났다. 이 같은 관계는 상관계수 0.99로, 거의 완벽한 양의 상관성을 보여 준다.

2025년 1분기 기준, 인디 브랜드의 선케어 제품 수출액은 전년 대비 22.9% 증가한 것으로 나타났으며, 이에 따라 동사의 선케어 매출액은 약 59.7% 성장할 것으로 전망된다. 이로 인해 전체 매출 중 선케어 부문이 차지하는 비중도 2022년 19.3%, 2023년 23.3%, 2024년 26.4%에 이어, 2025년에는 32.5%에 이를 것으로 예상된다.

표 3. 동사의 인기 제품

업체명	조선미녀	라운드랩	달바글로벌
제품			
순위	아마존 선크림 카테고리 1위	올리브영 선크림 카테고리 1등	네이버 뷰티 패션뷰티 전체 1위
제품명	맑은쌀 선크림	자작나무 수분 선크림	비건 워터폴 핑크 톤업 선크림
제조사	한국콜마		

자료: KUVIC 리서치 5팀

선크림 명실상부 국내 1위, 한국콜마

날이 갈수록 뜨거워지는 햇살을 받으며 한국콜마는 웃음을 짓고 있다. 동사는 국내 ODM사 중 선케어 부문 매출 1위를 기록하며, 업계 전반에서 압도적인 기술력과 시장 지위를 입증하고 있다. 실제로 아마존, 올리브영, 네이버 뷰티 등 대다수의 유통 플랫폼에서 1위를 차지한 선크림 모두 당사에서 제조한 제품으로, 당사의 선크림 기술력과 시장 내 브랜드 파워는 이미 업계 전반에서 입증되고 있다. 아마존 K-선크림 베스트셀러 기준으로 동사 제품이 총 12개로 가장 많으며, 이는 코스맥스(6개), 코스메카코리아(1개), 코리아나화장품(1개), 기타 제조사(2개) 대비 압도적인 수치로, K-선크림 강자로서의 꾸준한 입지를 증명하고 있다.

*네이버 스토어:
월 사용자 수
500만명 이상,
신뢰가능한 모집단

소비자 만족도 지표에서도 동사의 우위는 확연하다. 네이버 스토어 기준 **별점 4.8점 이상의 높은 평가를 받은 선케어 제품 수는 총 1,685개로**, 이는 코스맥스(614개) 대비 약 2.8배, 코스메카코리아(178개) 대비 약 9.4배에 달하는 수치이다. 이는 동사가 제품 품질뿐만 아니라 소비자 사용 만족도 측면에서도 독보적인 성과를 기록하고 있음을 시사한다.

그림 14. 국내 ODM 3사의 별점 4.8점 이상 선케어 제품 개수

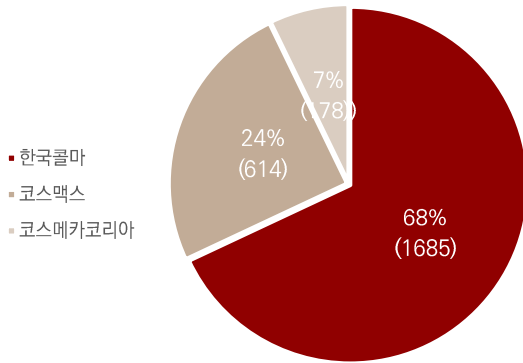
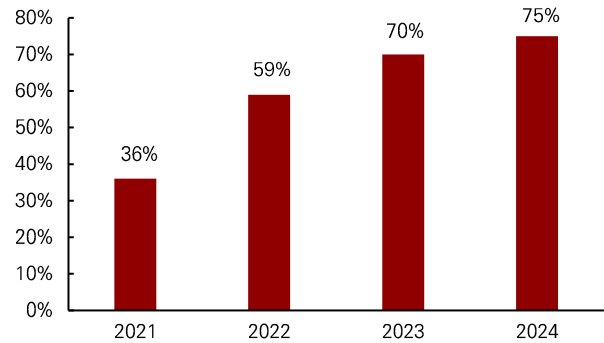


그림 15. 한국콜마 국내 선크림 시장 점유율 증가 추이



자료: 네이버스토어, KUVIC 리서치 5팀

자료: KUVIC 리서치 5팀

미국 2공장도 돌아간다

늘어나는 선케어 및 기초 화장품에 대한 글로벌 수요에 대응하기 위해, 동사는 미국 내 제2공장을 신규 증설하였다. 해당 공장은 2025년 상반기 중 본격 가동에 들어가며, 전체 생산설비의 약 60%가 선케어 제품에 집중될 것으로 전망된다. 특히 미국 현지 생산을 통해 관세 부담을 최소화하면서 납기 단축까지 실현된 결과, 2025년 1분기 선케어 제품 수주량은 전년 동기 대비 약 2.5배 증가한 것으로 파악된다.

선크림은 일반 색조 제품이나 기초 화장품 대비 단가가 높은 고마진 제품군으로, 제품 믹스 상의 개선 효과가 매출과 수익성 모두에 긍정적 영향을 줄 것으로 기대된다. 실제로 선크림 제품의 평균 단가는 약 8,000원 수준으로, 이는 색조 화장품 평균 단가인 2,500원 대비 3배 이상 높은 수준이다. 이에 따라 선케어 비중 확대는 단순한 매출 증가를 넘어, 전사 수익성 개선의 주요한 동력으로 작용할 전망이다.

가짜는, 곧 진품의 가치를 빛낸다

그림 16. 자작나무 선크림 진품(좌), 가품(우)



자료: @melbeauty official thread, KUVIC 리서치 5팀

그림 17. 조선미녀 진품(좌), 가품(우)



자료: 아마존, KUVIC 리서치 5팀

가품이 생겨난다는 것은 곧 그 제품이 시장에서 큰 인기를 얻고 있다는 방증이다. 잘 팔리지 않는 제품은 굳이 따라 만들 이유가 없기 때문이다. 실제로 아마존에서 1위를 기록하며 해외에서 높은 인기를 얻고 있는 고객사 '조선미녀'의 '맑은쌀 선크림'을 검색해보면, 다수의 유사 제품이 함께 노출되는 것을 확인할 수 있다. 이는 비단 조선미녀에만 국한되지 않는다. 앞서 언급한 쿠팡 판매량 1위 제품인 '달바 워터풀 톤업 선크림' 역시 유사품 주의 안내를 따로 공지하고 있다.

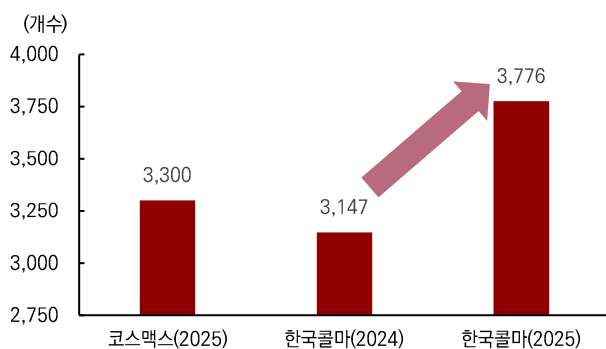
실제로 해당 제품의 쿠팡 내 문의사항을 살펴보면, 총 60건 중 15건(약 25%)이 '정품 여부'에 대한 질문으로, 소비자들 사이에서 유사품에 대한 우려가 상당함을 보여준다. 이처럼 유사품이 등장하고, 정품 여부에 대한 문의가 잇따른다는 점은 동사가 개발한 제품들이 시장에서 높은 주목을 받고 있으며, 브랜드 가치와 소비자 신뢰가 그만큼 크다는 것을 의미한다.

Point2. 화장품은 내게 맡겨

인디의 성장은 우리의 성장이다

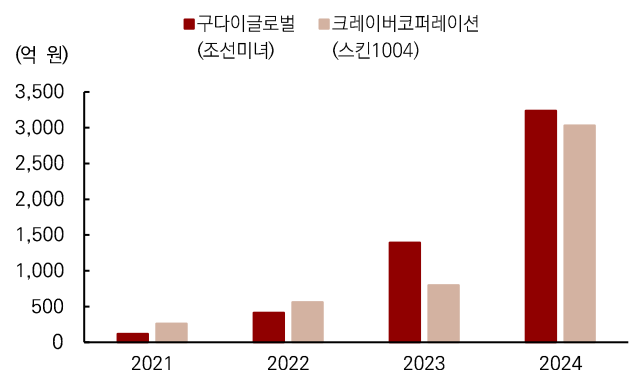
동사는 인디브랜드의 성장에 따른 직접적인 수혜가 기대된다. 실제로 전체 화장품 수출액 중 중소·중견기업이 차지하는 비중은 2021년 52%에서 2025년 70%로 급증하고 있으며, 이는 인디브랜드의 성장이 단순히 산업 전체의 성장 때문이 아니라는 것을 보여준다. 이는 동사의 매출과도 밀접한 관련이 있는데, 기초 및 색조 부문에서는 중소·중견 수출 증가율(YoY)과 동사의 매출 증가율(YoY) 간의 상관성이 높게 나타나, 중소·중견 고객사의 수출 확대가 동사의 매출 성장을 직접적으로 견인하고 있음을 확인할 수 있다. 이는 곧 동사의 고객사들이 빠르게 성장할수록 동사 또한 그 혜택을 함께 누린다는 것을 의미한다. 실제로 동사의 전체 매출 중 인디 브랜드로부터 발생하는 비중은 2023년 72%에서 2025년 84%로 확대될 전망이며, 이는 인디 브랜드의 성장이 점차 동사의 핵심 성장동력으로 자리잡고 있음을 시사한다.

그림 18. 인디고객사 증가



자료: 각사, KUVIC 리서치 5팀

그림 19. 주요 인디 고객사 매출액 성장



자료: 각사, KUVIC 리서치 5팀

그래서 고객사가 누군디?!

고객사의 성공
=
동사의 성공

2024년에도 동사의 고객사는 높은 성장성을 보였지만, 올해도 만만치 않다. 동사의 대표 고객사로서는 애터미와 AHC를 비롯하여 최근에는 제3의 인디 고객사가 지속적으로 추가되면서 글로벌 비즈니스 다변화가 가속화되고 있다. 2024년 기준, VIP 고객사 3곳은 조선미녀, 스킨1004, 달바로 이들 인디 브랜드는 2024년 각각 3,100억 원, 2,500억 원, 2,700억 원의 매출을 기록하며 빠른 성장세를 보였다. 이 세 브랜드로부터만 창출된 매출은 약 1,500억 원, 전체 매출의 14% 수준에 해당했다.

2025년 눈여겨봐야 할 고객사는 조선미녀, 스킨1004, 그리고 닥터 엘시아다. 특히, 조선미녀는 글로벌

검색량 측면에서도 성장의 모멘텀이 확인되고 있다. 2025년 3월 기준, ‘Beauty of Joseon’의 월간 Google 검색량은 150만 건으로, 전년 동기 대비 52% 증가하였다. 이를 감안하면, 2025년 매출 2,600억 원 달성도 충분히 현실적인 목표로 판단된다.

동사의 든든한 원팔 역할을 하는 스킨1004 또한 긍정적인 전망이다. 2024년 11월 Rakuten에 신규 입점한 지 한 달 만에 매출 2억 원을 돌파하였으며, 특히 12월 ‘슈퍼 세일’ 기간인 단 8일동안 단일 이벤트 매출만 1억 7천만 원 이상을 기록하여 뷰티 카테고리 랭킹 7위에 올랐다. 일본뿐 아니라, 영국에서의 행보도 주목할 만한데, 글로벌 리테일러 Boots를 통해 유통이 확대되어 마다가스카르 센텔라 앰플과 수딩크림과 같은 제품이 빠르게 인기를 끌었다. 현재는 Boots 스킨케어 카테고리에서 "30초마다 1개씩 판매되는" 제품으로 자리잡게 되었다. 스킨1004는 올해 연 매출액 5,000억원을 목표로 하고 있다.

의료미용 전문 화장품 진출 가능성이 보인다

리쥬란의 수혜마저 기대되는 상황

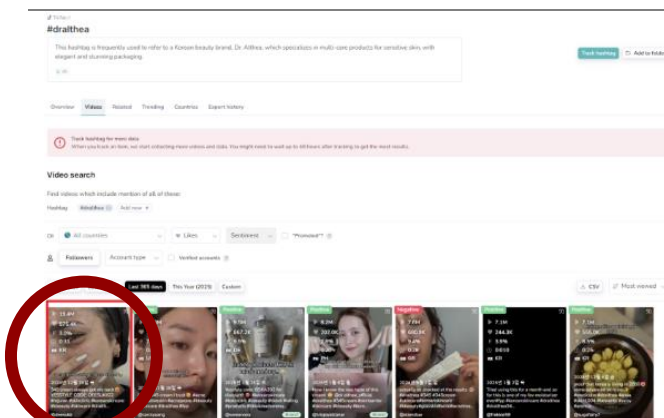
최근 동사가 제조한 기초 화장품 중 ‘닥터엘시아 345 릴리프 크림’ 또한 글로벌 주요 플랫폼에서 주목받고 있다. 동 제품은 예스스타일 베스트셀러 2위, 일본 라쿠텐 크림 부문 1위, 글로벌 올리브영 5위를 기록하고 있으며, 아마존UAE 페이스 부문 1위, 미국과 영국 시장에서는 6위권에 위치해 있다.

동사의 제품인 닥터엘시아 345 릴리프 크림의 인기는 틱톡에서도 엿볼 수 있다. 리쥬란 사후크림이 존재함에도 불구하고, 틱톡 내 최근 1년간 ‘Rejuran’ 최다 조회 영상의 주인공은 다름 아닌 닥터엘시아 345 릴리프 크림이다. ‘Dr.althea’ 최다 조회 영상과 동일한 이 콘텐츠는, 리쥬란 시술을 받은 외국인 여성이 ‘345 릴리프 크림’을 이용해 사후 관리를 진행하는 내용을 담고 있으며 2,000만 조회수를 기록했다. 이는, ‘Rejuran’ 키워드로 조회된 2위 영상의 600만 회 대비 약 3배 이상의 수치로, 해당 영상의 영향력을 단적으로 보여준다.

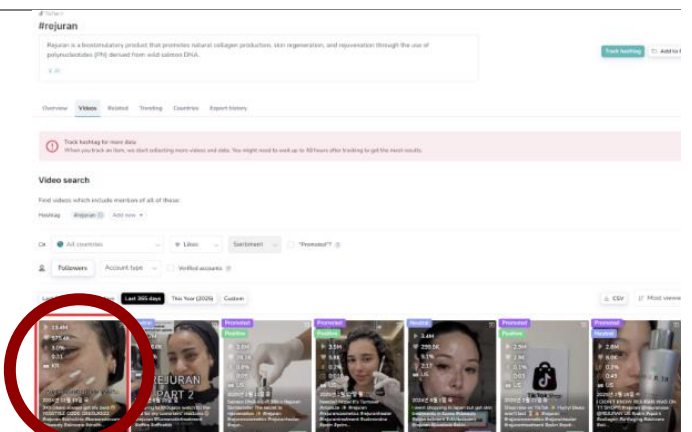
또한 해당 영상이 업로드 된 시기에 ‘Rejuran’과 ‘345 cream’의 구글 트렌드에 유사한 증가 추이가 있었음을 고려하면 동사 제품이 리쥬란 시술 확산에 따른 수혜를 입을 가능성이 높다고 볼 수 있다. 무엇보다 의료미용 시술 트렌드와 맞물려 확산되고 있는 점을 고려하면, 향후 의료미용 전문 화장품 판매 가능성 역시 유효한 모멘텀으로 작용할 가능성이 있다.

그림 20. 틱톡 “Rejuran” 검색 결과 (최대 조회수 순)

그림 21. 틱톡 “345 cream” 검색 결과 (최대 조회수 순)



자료: 틱톡, KUVIC 리서치 5팀



자료: 틱톡, KUVIC 리서치 5팀

투자리스크

잡힐 듯 말 듯, 고객사 확보하기

화장품 ODM 제조업체는 수주 기반의 사업 구조를 갖고 있어 고객사 계약 의존도가 높다는 구조적 한계를 지닌다. K-뷰티 열풍에 힘입어 2024년 화장품 ODM 산업이 전반적으로 활성화되었으나, 고객사들이 특정 ODM사에만 생산을 일임하지 않는 구조적 특성으로 인해 언제든지 타사로 이탈할 수 있는 리스크가 상존한다.

이러한 상황 속에서도 동사는 고객사의 재진입과 고정 수요 확보 측면에서 차별화된 성과를 나타내고 있다. 대표 사례로, 동사의 중국 법인은 레거시 브랜드의 재진입 수혜에 힘입어 2024년 1분기 매출 416억 원, 영업이익 31억 원을 기록했다. 이는 전년 동기 대비 매출은 11%, 영업이익은 49% 증가한 수치로, **중국 내 경기 회복이 지연되고 있음에도 불구하고 주요 브랜드로부터 섹터 제품 주문이 확대되며 실적 개선을 이끌어냈다.**

특히 주목할 점은, 중국 ODM사들이 상대적으로 더 낮은 가격에 생산이 가능함에도 불구하고 해당 브랜드들이 한국콜마로 생산처를 재이전했다는 사실이다. 이는 단순한 가격 경쟁력을 넘어, 동사의 기술력과 품질 신뢰도가 주요 고객사로부터 재평가되고 있음을 시사하는 대목이다.

연우 적자 유지

자회사 연우는 올해 1분기 매출 637억 원, 영업손실 10억 원을 냈다. 지난해 1분기와 비교해 매출은 5% 줄었으며 적자는 유지됐다. 연우의 강점은 고부가가치 펌프이며, 주요 고객사는 프리미엄 브랜드다. 하지만, 현재 화장품 시장은 인디 브랜드 중심의 수요가 발생하고 있기에 프리미엄 브랜드의 용기를 담당하고 있는 동사에겐 적자 요인이 된 것이다. 실제로 국내 용기 업체 주요 경쟁사 펌텍코리아는 인디 브랜드 성장의 수혜를 받으며 올해 1분기 매출 917억 원, 영업이익 134억 원을 기록하며, 지난해 1분기 대비 매출은 19.3%, 영업이익은 31.3% 증가하였다.

다만 올해부터 중소인디 브랜드 중심의 사업구조 개편이 진행될 예정으로 파악되며, **용기 시장이 진입 장벽이 높다는 점에서 앞으로의 실적 개선을 기대할 만하다.**

밸류에이션

매출 추정 논리

한국콜마의 화장품 사업부는 1. 한국법인 2. 미국법인 3. 중국법인 4. 캐나다법인으로 나뉘며, 각 법인 별로 매출액을 추정했다.

표 4. 매출액 테이블

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,156	2,452	3,036	3,323	3,745
(% YoY)	16%	14%	24%	9%	13%
화장품	1,091	1,280	1,636	1,811	2,079
HK이노엔(주)	829	897	1,106	1,209	1,341
연우(주)	236	275	294	303	325
매출원가	1,578	1,753	2,182	2,446	2,721
매출총이익	578	699	835	954	1,040
매출총이익률	27%	29%	28%	28%	28%
판매비 및 관리비	442	505	550	592	636
영업이익	136	194	285	363	405
영업이익률	6%	8%	9%	11%	11%
순이익	25	125	170	231	263
순이익률	1%	5%	6%	7%	7%

자료: KUVIC 리서치 5팀 추정

1. 2025년 한국법인 매출 추정

표 5. 한국콜마 한국법인 매출액 (2025년)

(단위: 십억원)	2021	2022	2023	2024	2025E
한국	632.8	724.6	856.8	1059.8	1303.5
YoY(%)		15%	18%	24%	23%

자료: KUVIC 리서치 5팀 추정

화장품 사업부 매출의 약 80%를 차지하는 한국법인은 브랜드사에 제품을 납품하는 B2B 구조를 기반으로 수익을 창출하고 있다. 주요 고객사인 국내 브랜드사 대부분이 수출 비중이 높은 점을 고려하여, 당사 매출과 국내 화장품 수출 실적 간 유의미한 상관관계를 전제로 분석을 진행하였다. 실제로 기초 화장품, 선크림, 색조 화장품의 수출액과 매출액의 상관관계수는 각각 0.94, 0.99, 0.87로, 높은 연관성을 확인하였다.

이에 따라 기초 화장품, 선크림, 색조 화장품을 대기업(이하 레거시)과 중소·중견기업(이하 인디)으로 구분하여 매출을 추정하였다. 즉, 품목별 대기업과 중소·중견기업의 수출액 지표를 활용하여 추정을 진행하였다.

표 6. 품목별 매출 추정 (2025년)

25년 매출 (단위: 백만원)					
기초 대기업(레거시)	98,104	선크림 대기업(레거시)	61,407	색조 대기업(레거시)	50,334
기초 중소+중견(인디)	483,226	선크림 중소+중견(인디)	362,134	색조 중소+중견(인디)	248,276
기초 합계	581,329	선크림 합계	423,541	색조 합계	298,610

자료: KUVIC 리서치 5팀 추정

1-1. 기초 화장품

2024년 기초 화장품 매출은 레거시 브랜드 -21.1% YoY, 인디 브랜드 +30.8% YoY를 기록하였다. 동기간 수출액은 각각 -26.7%, +31.9%로, 매출과 수출 간의 흐름이 유사하게 나타나 별도의 가중치는 적용하지 않았다.

2025년 1분기 수출 증가율은 레거시 브랜드 +0.3%, 인디 브랜드 +15.9%로 집계되었으며, 이를 그대로 반영하여 매출 증가율도 각각 +0.3%, +15.9%로 추정하였다. 해당 수치는 한국보건산업진흥원이 제시한 '2025년 기초 화장품 수출 증가율 전망치'인 +13.3%와 유사한 수준으로, 현실적인 추정치로 판단된다.

1-2. 선크림

2024년 선크림 매출은 레거시 브랜드 -5.0% YoY, 인디 브랜드 +57.5% YoY를 기록하였으며, 동기간 수출액은 각각 -3.2%, +22.1%를 나타냈다. 인디 브랜드의 매출 증가율이 수출 증가율 대비 높은 폭을 기록한 점은 동사 인디 브랜드 제품의 시장 내 경쟁력 강화를 반영한 결과로, 이에 따라 인디 브랜드에 대해 2.6배의 할증치를 부여하였다. 레거시 브랜드는 수출과 매출 간 유사한 흐름을 보여 별도의 가중치는 적용하지 않았다.

2025년 1분기 수출 증가율은 레거시 브랜드 +15.4%, 인디 브랜드 +22.9%이며, 이를 반영한 매출 증가율은 각각 +15.4%, +59.7%로 추정하였다. 동사의 선크림 부문 매출 비중이 2024년 1분기 15%에서 2025년 1분기 27%로 상승한 점을 감안할 때, 추정치는 현실적인 수준으로 판단된다.

1-3. 색조 화장품

2024년 색조 화장품 매출은 레거시 브랜드 -16.1% YoY, 인디 브랜드 +49.0% YoY를 기록하였다. 동기간 수출액은 레거시 +23.6%, 인디 +29.0%로, 레거시 브랜드의 경우 수출 증가에도 불구하고 매출이 역성장한 바, 동사의 해당 카테고리 내 약세를 반영해 2025년에도 동일한 매출 추세(0%)를 가정하였다. 인디 브랜드는 전년과 유사한 강세를 이어갈 것으로 보고, 수출 증가율에 1.69배의 할증치를 적용하였다. 2025년 1분기 수출 증가율은 레거시 브랜드 +16.7%, 인디 브랜드 +9.3%로 나타났으며, 이에 따라 매출 증가율은 각각 +0%, +15.7%로 추정하였다. 동사의 색조 부문 2025년 1분기 매출이 전년 동기 대비 +34% 증가한 점을 고려하면, 보수적 혹은 현실적인 수준의 추정치로 판단된다.

2. 2025년 이후 한국 법인 매출추정

2025년 이후의 한국 법인 매출은 생산량 성장률을 통해 추정하였다. 동사의 생산량 성장동인은 신규공장의 가동이며 본 리서치 팀은 증설된 신규 공장의 가동을 상승 예상 추이를 2018년의 증설 사례를 기반으로 가정하여 추정하였다. 2018년의 사례는 1) 가장 최근 일어난 대규모 증설 2) K뷰티 수요 증가라는 동일한 증설 이유 3) 기존 공장 부지를 활용한 증설 이기에 신규 공장 가동을 추이 가정에 가장 적합한 참고사례라 판단하였다.

표 7. 2018년 증설 이후 공장별 가동률 추이

(단위: 십 억원)	2017	2018	2019	2020
전체 공장 캐파	148,899	218,932	247,206	238,424
전체 생산량	121,706	150,928	203,816	196,735
기존 공장 캐파	148,899	148,899	148,899	148,899
기존 공장 가동률	82%	82%	82%	82%
기존 공장 생산량	121,706	121,706	121,706	121,706
신규 공장 캐파		70,033	98,307	89,525
신규 공장 생산량		29,222	82,110	75,029
신규 공장 가동률		42%	84%	84%
증설 연차에 따른 가동률 추이		증설 1년차	증설 2년차	증설 3년차
가동률		42%	84%	84%

자료: KUVIC 리서치 5팀 추정

기존 공장은 가동률 유지, 2025년부터 반영되는 증설된 세종 공장과 2027년부터 반영되는 인천 공장에 위 표에 따른 증설 연차에 따른 가동률 추이를 적용하여 27년까지의 예상 생산량과 그 성장률을 산출하였다.

표 8. 연도별 공장별 생산량과 총생산량 추정

	2024	2025E	2026E	2027E
기존 공장 생산능력	373	373	373	373
기존 공장 가동률	116.6%	116.6%	116.6%	116.6%
기존 공장 생산량	435	435	435	435
세종 증설 공장 생산능력		220	220	220
세종 증설 공장 가동률		42%	83.5%	84%
세종 증설 공장 생산량		92	184	184
인천 증설 공장 생산능력				116
인천 증설 공장 가동률				42%
인천 증설 공장 생산량				49
총 생산량	435	527	619	668
생산량 증가율(YoY)		21.1%	17.5%	8%

자료: KUVIC 리서치 5팀 추정

이에 따라 한국콜마 한국 법인 가동률은 25년 80% 후반에서 26년 104%로 올라오며 매출이 17.5% 증가할 것으로 예상되며 27년 인천 공장 가동에 따라 94%로 안정화, 매출이 8% 증가할 것으로 추정된다.

3. 미국 법인 매출

표 9. 미국 법인 매출

(단위: 십 억원)	2024	2025E	2026E	2027E
미국 1공장 매출	58	102	117	117
미국 2공장 매출	-	10	50	135
미국 법인 매출	58	113	167	251
성장률		95%	48%	51%

자료: KUVIC 리서치 5팀 추정

미국 공장의 경우 사업보고서상 생산능력과 IR이 제시하는 실제 생산능력 간의 괴리가 상당했기에 금액으로 추정하였다.

3-1. 미국 1공장

표 10. 미국 1공장 매출

(단위: 십억 원)	2024	2025E	2026E	2027E
미국 1공장 생산능력	117	117	117	117
미국 1공장 가동율	49.5%	87.5%	100%	100%
미국 1공장 매출	58	102	117	117

자료: KUVIC 리서치 5팀 추정

1공장의 2025년 가동율의 경우 1분기와 4분기의 가동율을 평균하여 추정하였고 26년과 27년은 온쇼어 생산 고객 급증에 따라 풀캐파 논리를 적용하였다.

3-2. 미국 2공장

표 11. 미국 2공장 매출

(단위: 십억 원)	2024	2025E	2026E	2027E
미국 2공장 생산능력	0	25	60	161
미국 2공장 가동율	0	42%	83.5%	84%
미국 2공장 매출	-	10	50	135

자료: KUVIC 리서치 5팀

미국 2공장의 경우 이니셜 CAPA 600억 원과 위에서 구한 연차별 신규 공장 가동율 추이를 대입하였다. 또한 과거 중국 무석 공장의 (실제 CAPA/디자인 CAPA) 비율을 통해 27년 미국 2공장 CAPA 상승을 가정하였다.

4. 중국 법인 매출

표 12. 중국 법인 매출 매출

(단위: 십 억원)	2024	2025E	2026E	2027E
중국 법인 매출	154	161	169	178
매출 성장률		5.0%	5.0%	5.0%

자료: KUVIC 리서치 5팀 추정

동사가 제시한 미드 싱글 성장 가이드선으로 보수적으로 추정하였다

5. 캐나다 법인 매출

표 13. 캐나다 법인 매출 매출

(단위: 십 억원)	2024	2025E	2026E	2027E
캐나다 법인 매출	39	39	39	39
매출 성장률		0%	0%	0%

자료: KUVIC 리서치 5팀 추정

캐나다 법인 매출은 Flat하게 가정하였다.

비용 추정 논리

표 14. 비용 테이블

비용 테이블							
(단위 : 십억 원)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,586	1,866	2,156	2,452	3,017	3,401	3,762
YoY	20%	18%	16%	14%	23%	13%	11%
매출원가	1,158	1,397	1,578	1,753	2,182	2,447	2,722
변동비	780	910	1,045	1,161	1,454	1,639	1,813
재고자산의 변동	(77)	29	42	47	54	61	68
재고자산매입액	857	880	1,003	1,114	1,399	1,577	1,745
기타비용	248	331	338	392	497	560	620
고정비	130	157	194	200	232	248	290
임금	97	110	141	148	163	179	197
감가상각비	28	40	46	45	61	61	85
무형자산 감가상각비	0	0	0	1	0	0	0
사용권자산 감가상각비	5	7	7	7	7	7	7
매출총이익	428	469	578	699	835	954	1,040
GPM	27%	25%	27%	29%	28%	28%	28%
판매비와관리비	344	396	442	505	550	592	636
변동비	64	72	72	79	105	118	130
광고선전비, 판관비	42.99	48.15	44.47	49.52	67	76	84
운반비, 판관비	17.99	19.52	21.62	22.29	30	34	37
소모품비, 판관비	2.42	2.79	3.36	3.75	5	5	6
수출제비용, 판관비	0.44	1.30	2.24	3.76	3	4	4
고정비	278	319	369	424	444	472	503
급여, 판관비	96.65	113.57	132.55	147.86	163	179	196
퇴직급여, 판관비	8.19	8.81	7.31	9.50	10	11	13
복리후생비, 판관비	22.49	22.97	28.79	30.69	34	37	41
교육훈련비, 판관비	1.36	1.56	1.38	1.97	2	2	3
여비교통비, 판관비	8.37	9.39	10.27	10.22	11	12	14
통신비, 판관비	0.39	0.44	0.46	0.43	0.4	0.4	0.4
수도광열비, 판관비	1.63	2.13	2.40	2.82	2.4	2.4	2.4
세금과공과, 판관비	8.69	8.85	9.86	11.28	10.0	10.0	10.0
임차료, 판관비	4.86	4.50	4.43	4.96	4.6	4.6	4.6
감가상각비, 판관비	6.12	7.44	9.82	11.00	11	11	11
사용권자산상각비, 판관비	7.22	7.64	9.56	6.96	8.1	8.1	8.1
수선비, 판관비	0.77	1.14	1.81	1.52	1.5	1.5	1.5
보험료, 판관비	1.63	2.27	2.76	3.66	2.9	2.9	2.9
접대비, 판관비	0.78	1.13	1.74	2.15	1.7	1.7	1.7
건본품비, 판관비	0.08	0.36	0.65	0.60	0.5	0.5	0.5
경상개발비, 판관비	19.93	24.67	28.06	31.88	37.3	43.6	51.0
회의비, 판관비	1.40	1.90	2.33	2.40	2.2	2.2	2.2
지급수수료, 판관비	75.29	85.83	92.52	121.21	121.2	121.2	121.2
도서인쇄비, 판관비	0.24	0.21	0.34	0.23	0.3	0.3	0.3
차량유지비, 판관비	0.26	0.51	0.59	0.56	0.6	0.6	0.6
환경유지비, 판관비	0.14	0.19	0.10	0.01	0.1	0.1	0.1
무형자산상각비, 판관비	11.76	13.68	20.78	22.13	18.9	18.9	18.9
기타	2.37	5.01	1.75	1.74	1.85	1.85	1.85
영업이익	84	73	136	194	284	362	404
OPM	5.3%	3.9%	6.3%	7.9%	9.4%	10.7%	10.7%
기타수익	8	9	6	19	11	11	11
기타비용	9	40	76	61	59	59	59
금융수익	18	35	24	30	30	30	30
금융비용	34	60	59	54	57	57	57
관계기업과공동기업투자손익	(1)	(1)	3	12	5	5	5
법인세비용차감전순이익	67	17	34	140	214	292	333
법인세비용	23	21	9	14	44	61	71
계속영업당기순이익(손실)	44	(4)	25	125	169	231	263
중단영업당기순이익(손실)	0	0	0	0	0	0	0
당기순이익	44	(4)	25	125	169	231	263
NPM	2.7%	-0.2%	1.2%	5.1%	5.6%	6.8%	7.0%

자료: KUVIC 리서치 5팀

급여와 기타비용에 주목하여 비용 추정을 진행했다.

급여의 경우 직원 수 상승과 명목임금상승을 따로 적용하여 계산하였다. 21년에서 24년에 이르는 동안 인디 브랜드 위주의 성장이 나타남에 따라 국내 공장의 증설과 이에 따른 직원 수 증가가 나타났다. 미국향 수출 물량이 증가하며 25년에는 미국 2공장 완공이 예정되어 있다는 점과, 27년에 인천 공장이 완공된다는 점을 고려해 직원 수 증가를 추정하였다. 임금상승은 명목임금상승률을 적용해 계산하였다.

기타비용의 경우 전체 비용의 17.9%를 차지한다. 기타비용은 R&D비용과 수출 대행 지급수수료 등으로 구성되어 있다. 일반적으로 지급수수료의 비중이 R&D보다 압도적으로 크기에 기타비용에서도 지급수료를 주로 고려하였다. 매출원가의 지급수수료는 기술 로열티, 외주 수수료, 제조 수수료 등 생산량에 비례해서 지출되는 경우가 많기 때문에 변동비로 가정하였고, 매출액에 연동시켜 추정하였다.

Valuation Method

SOTP Valuation에 따라 목표주가 104,500원, 상승여력 27.3%로 매수 의견을 제시한다.

동사의 사업부는 화장품 ODM 사업부와 제약 사업부, 화장품 용기 사업부로 분리할 수 있다. 이 중 화장품 ODM 사업부와 화장품 용기 사업부는 영위하는 사업 형태가 비슷하고, 용기 사업부의 규모상 순이익단에 미치는 영향이 작기 때문에 화장품 사업부로 통일하여 밸류에이션을 진행했다. 화장품 사업부와 전문의약품 사업부는 SOTP 방식으로 각 사업부의 가치를 합산하였다.

1. 화장품 사업부

화장품 ODM 사업을 영위하고 있는 기업 중 코스맥스와 잉글우드랩을 동사의 PEER로 선정하였다. 코스맥스는 색조 화장품 중심의 업체이지만 동사는 기초, 그 중에서도 선크어 시장에 강점을 지닌다. 실제로 동사는 국내 선크어 시장에서 매출 1위를 차지하고 있고, 주요 선크어 브랜드의 파트너로 채택되며 선크어 중심의 수출 증가 트렌드에서 큰 수혜를 받고 있다. 25년 1분기 기준 선크림이 포함된 기타화장품의 수출입데이터가 YoY 22.9%로 크게 성장하며, 코스맥스가 주력으로 삼고 있는 색조화장품 수출입데이터의 증가율(YoY 9.3%) 뛰어넘었기 때문에 동사의 이익창출이 더욱 활발하게 이루어질 것으로 예상된다.

잉글우드랩은 품목별 매출 비중에서 선크어가 24.2%를 차지하며 동사와 함께 선크어 시장의 성장에 대한 수혜를 받을 수 있다는 점, 미국의 관세 발표 이후 한국 기업들의 해외생산 거점으로 주목받고 있다는 점에서 동사와 유사하다.

하지만 최근 주요 고객사 실적 부진으로 동사 또한 매출 감소의 영향을 받고 있고, 아직 고객사 다변화를 이루지 못해 소수 고객사의 실적에 크게 영향을 받는다는 점이 리스크 요인으로 작용한다. 동사는 2022년에 주요 고객사의 침체로 인한 매출감소를 경험한 바 있고, 고객사 다변화를 통해 위기를 극복해냈다.

따라서 본 리서치 팀은 해당 기업들을 Peer Group으로 선정한 후, 선크어 중심의 트렌드와 다변화된 포트폴리오로 인한 안정적 이익창출능력을 반영하기 위해 Peer P/E에 일정 비율을 할증하여 사용하였다.

Peer Group으로 선정된 기업들의 12MF PER의 평균값인 13.9x(코스맥스: 16.0x, 잉글우드랩: 11.8x)에 30%를 할증한 18.1x를 FWD Target Multiple로 부여하여 화장품 사업부의 적정가치를 산출하였다. 화장품 사업부의 25E 적정기업가치는 24,490억원, 26E 적정기업가치는 25,540억원이다.

2. 전문의약품 사업부

현재 HK이노엔 PER 20에 현재 주가 대비 52주 최저점 주가 비율을 통해 구한 할인율 25%를 적용하여 Target PER 15를 산정하였다. 이후 동사의 지분율인 43%를 곱해 지분가치를 구하고 최종합산하였다.

화장품 사업부의 적정기업가치와 전문 의약품 사업부의 적정가치를 합산하여 동사의 적정주가를 산출하였다. 최종적으로 목표주가 104,536원, Upside 27%로 투자 의견 Buy를 제시한다.

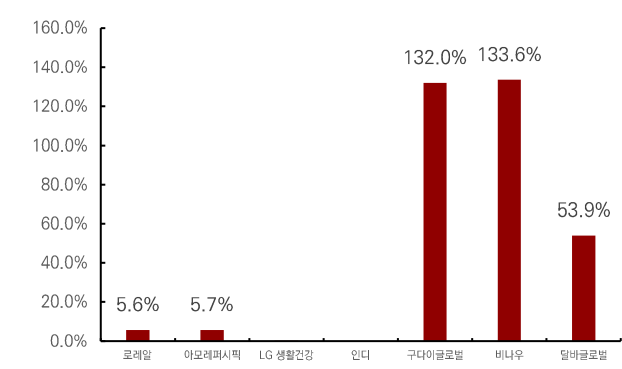
표 15. 주요 밸류에이션 테이블

단위: (십억 원)	2025E	2026E	비고
화장품 부문 영업가치(A)	1,446	2,207	
당기순이익	80	122	
적정 PER	18.1	18.1	
HK이노엔 지분가치(B)	577	705	지분율 43%
당기순이익	90	109	
적정 PER	15	15	
적정기업가치(A)+(B)	2,023	2,912	
발행주식수(천주)	23,605	23,605	
적정주가(원)	85,717	123,356	
적정주가III(원)		104,536	
목표주가(원)		104,500	
현재주가		82,100	104,536원의 조정가액
Upside		27.3%	

자료: KUVIC 리서치 5팀

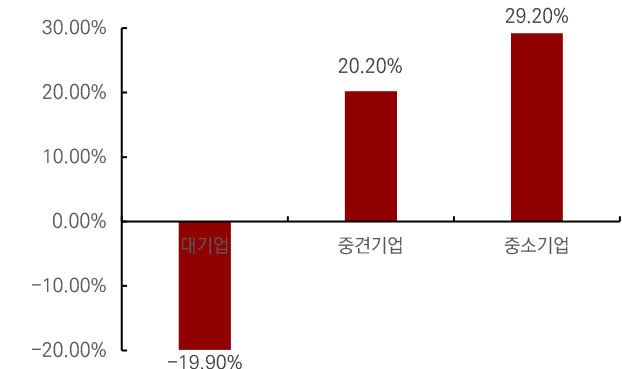
APPENDIX

그림 22. 대기업 및 중견기업 연간 매출액 성장률



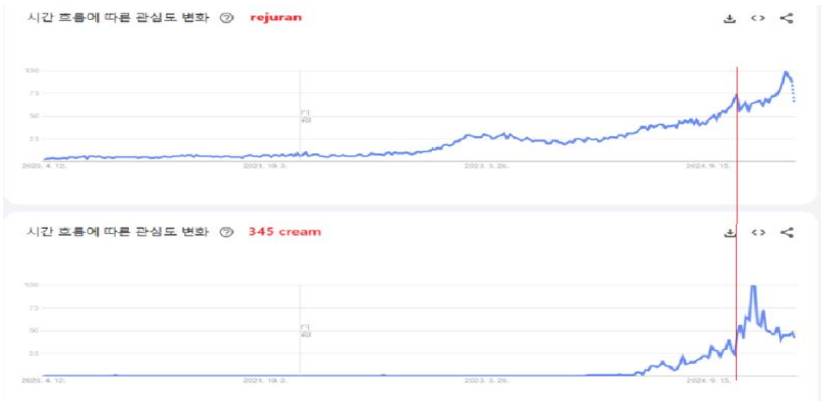
자료: Bloomberg, KUVIC 리서치 5팀

그림 23. 2024년 기업규모별 수출 증감율



자료:TRASS, KUVIC 리서치 5팀

그림 24. 리쥬란, 345 크림 검색어 유사도



자료: KUVIC 리서치 5팀

표 16. 상관관계 분석

수출액 (단위: 천 불)	2021	2022	2023	2024
기초 수출액	2,603,140	2,225,832	2,732,111	3,604,085
선크림 수출액		1,548,239	1,745,485	2,131,319
색조 수출액	548,594	535,016	548,863	708,284

자료: KUVIC 리서치 5팀

표 17. 상관관계 분석

매출액 (단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	상관관계
기초 매출액	396,618	403,484	442,566	514,752	0.94
선크림 매출액		140,000	200,000	280,000	0.99
색조 매출액	158,206	181,162	214,189	264,917	0.87

자료: KUVIC 리서치 5팀

표 18. 상관관계 분석

매출액 (단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	2025E
기초 매출액	396,618	403,484	442,566	514,752	581,329
YoY		1.7%	9.7%	16.3%	12.9%
선크림 매출액		140,000	200,000	280,000	423,541
YoY			42.9%	40.0%	51.3%
색조 매출액	158,206	181,162	214,189	264,917	298,610
YoY		14.5%	18.2%	23.7%	12.7%

자료: KUVIC 리서치 5팀

표 19. 네이버 스토어 기준 각사 제품 개수

(단위: 개)		전체	색조	선	기초	4.8 이상 썸
한국콜마	화장품/미용	26,739	2,155	7,986	9,462	1685
	비중		8%	30%	35%	
	신제품 개수	1,370	221	513	636	
	콜마 전체에서 비중	5%	10%	6%	7%	
	콜마 신제품에서 비중		16%	37%	46%	
에스티로더	화장품/미용	18,689	5,665	107	4,501	12
	비중		30%	1%	24%	
	신제품 개수	82	22	0	34	
	에스티로더 전체에서 비중	0%	0%	0%	1%	
	에스티로더 신제품에서 비중		27%	0%	41%	
코스맥스	화장품/미용	31,875	5,970	3,289	12,244	614
	비중		19%	10%	38%	
	신제품 개수	381	0	0	243	
	코스맥스 전체에서 비중	1%	0%	0%	2%	
	코스맥스 신제품에서 비중		0%	0%	64%	
로레알	화장품/미용	26,150	6,413	278	3,009	16
	비중		25%	1%	12%	
	신제품 개수	50	0	0	0	
	로레알 전체에서 비중	0%	0%	0%	0%	
	로레알 신제품에서 비중		0%	0%	0%	
코스메카코리아	화장품/미용	8,588	274	764	3,073	178
	비중		3%	9%	36%	
	신제품 개수	90	0	0	90	
	코스메카코리아 전체에서 비중	1%	0%	0%	3%	
	코스메카코리아 신제품에서 비중		0%	0%	100%	

자료: KUVIC 리서치 5팀

Compliance Notice

- 본 보고서는 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC의 리서치 결과를 토대로 한 분석 보고서입니다.
- 본 보고서에 사용된 자료들은 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC이 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나 그 정확성이나 완전성을 보장하지 못합니다.
- 본 보고서는 투자 권유 목적으로 작성된 것이 아닌 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC의 스터디 목적으로 작성되었습니다.
- 따라서 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다.
- 본 보고서에 대한 지적재산권은 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC에 있으며 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.