

한국콜마 161890

Analyst 송지연 | 화장품

02-3779-3474, jy.song@sangsanginib.com

여름이 전부는 아니다

BUY 유지

목표주가 유지	170,000원
종가(26.10.16)	129,800원
상승여력	31.0%

Stock Data

KOSPI(10/16)	5,668.1pt
시가총액	30,639억원
액면가	500원
52 주 최고가	161,700원
52 주 최저가	61,100원
외국인지분율	42.2%
90 일 일평균거래대금	472억원
주요주주지분율	
한국콜마홀딩스 (외 23 인)	26.6%
유동주식비율	73.4%

Stock Price



3Q26E 매출액 8,272억원, 영업이익 873억원 전망

한국콜마의 3분기 연결 매출액은 8,272억원(+21.1% YoY), 영업이익은 873억원(+49.7% YoY)을 전망한다. 1) **별도** 매출액은 전년동기대비 35% 성장할 전망이다. 조업일수 감소와 주요 고객사의 튜브 용기 수급 이슈에도 기초 카테고리 중심의 견조한 수주가 성장을 견인할 것으로 예상된다. 외형 성장에 따른 레버리지 효과로 OPM은 14.8%로 추정한다. 2) **중국** 매출액은 주요 고객사 발주 둔화와 환율 부담으로 7% 감소할 전망이다. 3) **북미**는 신규 고객사 확보에 힘입어 미국 매출액이 130% 성장하고, 캐나다는 전분기와 유사한 매출을 예상한다. 4) **HK이노엔** 매출액은 2.9% 성장할 전망이다. 5) **연우** 매출액은 견조한 수주로 30% 성장하겠으나, 성과급 반영으로 영업이익은 전분기대비 감소할 전망이다.

계절성 완화의 시작

국내 별도법인의 고성장과 함께 계절성 완화 가능성에 주목한다. 기초 수주 확대가 선케어 성수기 이후의 매출 감소를 상쇄하고 있으며, 글로벌 인지도가 높은 주요 고객사는 계절성도 제한적인 것으로 파악된다. 해외에서는 여름철 외에도 자외선 차단이 필요하다는 인식이 확산되기 시작했고, K-뷰티의 진출 지역·오프라인 채널 확대에 따른 발주 분산으로 계절성은 점진적으로 완화될 전망이다.

투자 의견 BUY 및 목표주가 170,000원 유지

한국콜마에 대해 투자 의견 BUY와 목표주가 170,000원을 유지한다. 견조한 수주가 지속되는 가운데, 일부 고객사의 용기 수급 문제가 해결되면서 4분기에는 이연 물량의 매출 반영이 기대된다. 또한 2027년 하반기 세종 신공장 가동이 시작되면 추가적인 외형 성장 기반이 마련될 전망이다. 현재 주가는 12MF PER 13배로 국내법인의 견조한 성장세와 중장기 증설 모멘텀을 감안하면 밸류에이션 매력은 충분하다고 판단한다.



QR코드로 간편하게

상상인증권

더 많은 리포트 찾아보기

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	2,452	194	90	3,816	14.4	7.9	1.6	12.5	1.3
2025	2,722	240	125	5,299	11.7	6.9	1.6	14.7	1.4
2026E	3,214	348	195	8,256	15.7	8.5	2.8	19.5	0.8
2027E	3,734	410	248	10,518	12.3	7.1	2.3	20.6	0.9
2028E	4,396	527	332	14,056	9.2	5.5	1.9	22.6	1.1

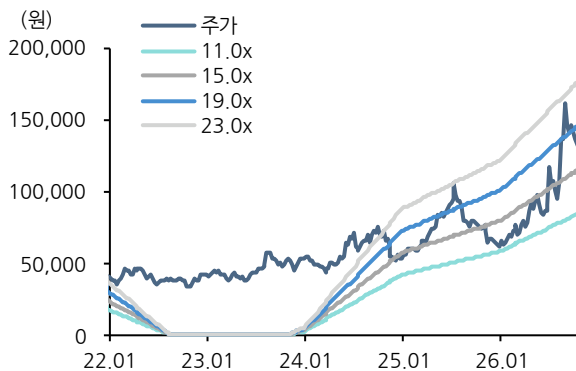
자료 : K-IFRS연결기준, 상상인증권

표 1. 한국콜마 목표주가 산정 테이블

방식	내용	금액	비고
화장품	화장품 12MF 지배주주순이익 (십억원)	196	
	Target PER (배)	19.3	2012 년 법인 분할 이후 평균 12MF PER
	화장품 사업가치 (십억원)	3,779	
HK 이노엔	HK 이노엔 시가총액 (십억원)	1,021	
	HK 이노엔 지분율	43.01%	
	할인율	40%	
	HK 이노엔 지분가치 (십억원)	264	
기업가치(십억원)		4,043	
유통주식수		23,605,077	보통주 기준
적정주가 (원)		171,276	
목표주가 (원)		170,000	
현재가 (원)		129,800	
Upside Potential		31.0%	

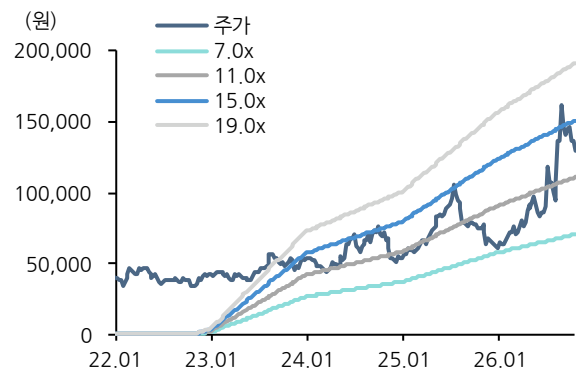
자료:

그림 1. 한국콜마 12M Trailing PER



자료: Quantwise, 상상인증권

그림 2. 한국콜마 12M Forward PER



자료: Quantwise, 상상인증권

표 3. 한국콜마 실적 테이블

		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액 (억원)	TOTAL	6,531	7,308	6,830	6,555	7,280	8,613	8,272	7,974	27,224	32,140	37,340
	별도(화장품)	2,743	3,281	3,220	2,683	3,430	4,304	4,334	3,899	11,928	15,967	20,163
	중국콜마	416	499	318	329	473	579	296	342	1,562	1,690	1,774
	미국콜마	217	184	81	67	134	178	186	161	549	659	744
	캐나다콜마	87	100	92	80	84	92	88	87	359	351	364
	HK 이노엔	2,474	2,631	2,608	2,919	2,587	2,672	2,685	2,918	10,632	10,861	11,473
	연우	637	707	618	547	624	911	803	684	2,509	3,022	3,237
yoy %	TOTAL	13.6	10.7	9.0	11.0	11.5	17.8	21.1	21.7	11.0	18.1	16.2
	별도(화장품)	10.7	10.5	17.7	11.2	25.1	31.2	34.6	45.3	12.6	33.9	26.3
	중국콜마	20.2	(5.3)	(13.1)	10.0	13.7	16.0	(7.0)	4.0	1.6	8.2	5.0
	미국콜마	210.0	37.3	(53.7)	(66.5)	(38.2)	(3.3)	130.0	140.0	(5.2)	20.1	12.9
	캐나다콜마	(3.3)	(20.6)	0.0	(8.0)	(3.4)	(8.0)	(3.9)	8.5	(9.1)	(2.2)	3.8
	HK 이노엔	16.4	20.0	13.6	23.8	4.6	1.6	2.9	(0.0)	18.5	2.2	5.6
	연우	(5.2)	(4.5)	(15.1)	(11.1)	(2.0)	28.9	30.0	25.0	(8.9)	20.5	7.1
Sales portion %	별도(화장품)	42.0	44.9	47.1	40.9	47.1	50.0	52.4	48.9	43.8	49.7	54.0
	중국콜마	6.4	6.8	4.7	5.0	6.5	6.7	3.6	4.3	5.7	5.3	4.8
	미국콜마	3.3	2.5	1.2	1.0	1.8	2.1	2.3	2.0	2.0	2.1	2.0
	캐나다콜마	1.3	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	1.3	1.1	1.0
	HK 이노엔	37.9	36.0	38.2	44.5	35.5	31.0	32.5	36.6	39.1	33.8	30.7
	연우	9.8	9.7	9.0	8.3	8.6	10.6	9.7	8.6	9.2	9.4	8.7
영업이익 (억원)	TOTAL	599	735	583	478	789	1,103	873	718	2,396	3,484	4,102
	별도(화장품)	339	490	443	223	512	708	640	356	1,495	2,216	2,698
	중국콜마	31	61	(16)	(16)	32	57	(24)	(11)	60	55	63
	미국콜마	15	(2)	(64)	(83)	(37)	(14)	(15)	(13)	(134)	(79)	(57)
	캐나다콜마	(13)	3	(13)	(31)	(17)	(9)	(13)	(7)	(54)	(46)	(34)
	HK 이노엔	254	195	259	401	332	300	284	389	1,109	1,304	1,475
	연우	(10)	8	(2)	8	(3)	70	10	14	4	91	36
yoy %	TOTAL	84.8	2.4	7.0	36.2	31.6	50.2	49.7	50.2	23.6	45.4	17.7
	별도(화장품)	48.5	10.9	19.0	23.5	51.2	44.3	44.4	59.6	22.2	48.2	21.7
	중국콜마	70.1	(9.0)	적전	적지	3.1	(5.8)	적지	적지	(25.3)	(9.7)	16.2
	미국콜마	흑전	적지	적지	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지
	캐나다콜마	적지	흑전	적지	적지	적지	적전	적지	적지	적지	적지	적지
	HK 이노엔	46.8	(19.8)	16.7	64.3	30.7	53.8	9.5	(3.0)	25.7	17.6	13.0
	연우	적전	(33.3)	적전	흑전	적지	776.8	흑전	70.9	(71.4)	2,181.7	(60.2)
OPM (%)	TOTAL	9.2	10.1	8.5	7.3	10.8	12.8	10.6	9.0	8.8	10.8	11.0
	별도(화장품)	12.4	14.9	13.8	8.3	14.9	16.4	14.8	9.1	12.5	13.9	13.4
	중국콜마	7.5	12.2	(5.0)	(4.8)	6.8	9.9	(8.0)	(3.3)	3.9	3.2	3.6
	미국콜마	7.0	(1.2)	(79.0)	(124.0)	(27.5)	(8.0)	(8.0)	(8.0)	(24.4)	(12.0)	(7.7)
	캐나다콜마	(15.0)	3.0	(14.0)	(39.0)	(20.0)	(9.5)	(15.0)	(8.0)	(15.1)	(13.0)	(9.2)
	HK 이노엔	10.3	7.4	9.9	13.7	12.8	11.2	10.6	13.3	10.4	12.0	12.9
	연우	(1.6)	1.1	(0.3)	1.5	(0.5)	7.7	1.3	2.0	0.2	3.0	1.1
yoy %p	TOTAL	3.5	(0.8)	(0.2)	1.3	1.7	2.8	2.0	1.7	0.9	2.0	0.1
	별도(화장품)	3.1	0.1	0.2	0.8	2.6	1.5	1.0	0.8	1.0	1.3	(0.5)
	중국콜마	2.2	(0.5)	(7.8)	0.1	(0.7)	(2.3)	(3.0)	1.5	(1.4)	(0.6)	0.3
	미국콜마	42.0	8.8	(59.5)	(130.0)	(34.5)	(6.8)	71.0	116.0	(14.1)	12.5	4.3
	캐나다콜마	8.0	10.0	6.0	(15.0)	(5.0)	(12.5)	(1.0)	31.0	2.3	2.1	3.8
	HK 이노엔	2.1	(3.7)	0.3	3.4	2.6	3.8	0.6	(0.4)	0.6	1.6	0.8
	연우	(1.6)	(0.5)	(2.0)	3.1	1.1	6.6	1.6	0.5	(0.3)	2.9	(1.9)

자료: 한국콜마, 상상인증권

대차대조표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	858.7	1,009.6	1,220.7	1,600.7	2,062.7
현금 및 현금성자산	141.9	225.3	377.6	609.1	900.6
매출채권	294.5	358.3	410.9	489.3	579.3
재고자산	327.7	324.8	351.1	418.1	495.1
비유동자산	2,268.0	2,448.1	2,541.3	2,602.9	2,685.5
관계기업투자등	47.8	126.0	109.6	114.1	118.7
유형자산	811.1	901.8	1,008.2	1,057.5	1,127.5
무형자산	1,249.3	1,243.5	1,241.6	1,241.9	1,242.3
자산총계	3,126.7	3,457.8	3,762.1	4,203.7	4,748.2
유동부채	1,215.0	1,360.1	1,399.2	1,499.7	1,635.7
매입채무	360.4	435.4	400.5	476.9	564.7
단기금융부채	799.0	863.7	923.0	944.0	989.0
비유동부채	405.9	430.3	463.9	526.0	568.2
장기금융부채	352.0	369.6	411.8	471.8	511.8
부채총계	1,621.0	1,790.4	1,863.2	2,025.7	2,203.9
지배주주지분	792.6	910.4	1,092.0	1,316.0	1,618.7
자본금	11.8	11.8	11.8	11.8	11.8
자본잉여금	294.7	301.0	256.3	256.3	256.3
이익잉여금	487.9	592.7	819.1	1,043.0	1,345.8
비지배주주지분	713.1	757.0	806.9	862.0	925.6
자본총계	1,505.7	1,667.3	1,898.9	2,178.0	2,544.3

손익계산서

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	2,452.1	2,722.4	3,213.9	3,734.0	4,396.3
매출원가	1,753.1	1,931.0	2,285.7	2,649.2	3,081.1
매출총이익	698.9	791.4	928.2	1,084.9	1,315.2
판매비와 관리비	505.1	551.9	579.9	674.7	787.9
영업이익	193.9	239.6	348.4	410.2	527.3
EBITDA	285.8	343.7	463.4	533.8	656.9
금융손익	-23.7	-32.9	-30.0	-27.2	-21.9
관계기업등 투자손익	12.5	0.6	-0.6	-0.7	-0.7
기타영업외손익	-42.9	4.5	-2.5	0.0	0.0
세전계속사업이익	139.8	211.7	315.3	382.3	504.7
계속사업법인세비용	14.4	43.5	69.9	78.4	103.5
당기순이익	125.3	168.2	245.4	303.9	401.3
지배주주순이익	90.1	125.1	194.9	248.3	331.8
매출총이익률 (%)	28.5	29.1	28.9	29.1	29.9
영업이익률 (%)	7.9	8.8	10.8	11.0	12.0
EBITDA 마진률 (%)	11.7	12.6	14.4	14.3	14.9
세전이익률 (%)	5.7	7.8	9.8	10.2	11.5
지배주주순이익률 (%)	3.7	4.6	6.1	6.6	7.5
ROA (%)	2.9	3.8	5.4	6.2	7.4
ROE (%)	12.5	14.7	19.5	20.6	22.6
ROIC (%)	7.5	7.8	10.5	11.9	14.5

현금흐름표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	215.4	291.4	350.0	363.2	451.1
당기순이익(손실)	125.3	168.2	245.4	303.9	401.3
현금수익비용가감	194.8	202.6	200.0	125.9	126.6
유형자산감가상각비	69.3	80.6	90.2	100.0	105.9
무형자산상각비	22.7	23.6	24.8	23.6	23.7
기타현금수익비용	102.8	98.4	77.9	0.9	-4.4
운전자본 증감	-40.4	0.1	-38.3	-66.6	-76.8
매출채권의 감소(증가)	39.8	-47.2	-53.3	-78.3	-90.1
재고자산의 감소(증가)	-53.2	3.5	-11.5	-66.9	-77.0
매입채무의 증가(감소)	-7.0	44.5	31.9	76.4	87.8
기타영업현금흐름	-20.0	-0.8	-5.5	2.3	2.4
투자활동 현금흐름	-205.2	-247.7	-152.0	-188.5	-215.5
유형자산 취득(취득)	-245.5	-162.2	-116.0	-149.4	-175.9
무형자산 감소(증가)	-13.2	-15.4	-24.1	-24.0	-24.0
투자자산 감소(증가)	63.4	-28.8	27.0	-7.7	-8.0
기타투자활동	-10.0	-41.3	-38.9	-7.4	-7.7
재무활동 현금흐름	-43.2	40.2	-47.6	56.7	56.0
차입금의 증가(감소)	24.8	62.7	-20.7	81.0	85.0
자본의 증가(감소)	-19.4	-22.6	-20.4	-24.3	-29.0
배당금 지급	19.4	22.6	20.4	24.3	29.0
기타재무활동	-48.6	0.2	-6.5	0.0	0.0
현금의 증감	-29.0	83.4	152.3	231.4	291.5
기초현금	170.8	141.9	225.3	377.6	609.1
기말현금	141.9	225.3	377.6	609.1	900.6

주요투자지표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
투자지표 (배)					
P/E	14.4	11.7	15.7	12.3	9.2
P/B	1.6	1.6	2.8	2.3	1.9
EV/EBITDA	7.9	6.9	8.5	7.1	5.5
P/S	0.5	0.5	1.0	0.8	0.7
배당수익률 (%)	1.3	1.4	0.8	0.9	1.1
성장성 (%)					
매출액 증가율	13.7	11.0	18.1	16.2	17.7
영업이익 증가율	42.4	23.6	45.4	17.7	28.6
세전이익 증가율	307.1	51.5	48.9	21.3	32.0
지배주주순이익 증가율	1,634.9	38.9	55.8	27.4	33.6
EPS 증가율	1,581.7	38.9	55.8	27.4	33.6
안정성 (%)					
부채비율	107.7	107.4	98.1	93.0	86.6
유동비율	70.7	74.2	87.2	106.7	126.1
순차입금/자기자본	63.2	55.0	47.1	34.0	20.9
영업이익/금융비용	4.2	6.2	8.0	12.1	18.3
총차입금 (십억원)	1,151.0	1,233.3	1,334.8	1,415.8	1,500.8
순차입금 (십억원)	951.8	916.8	894.3	741.3	532.2
주당지표 (원)					
EPS	3,816	5,299	8,256	10,518	14,056
BPS	33,579	38,566	46,262	55,749	68,575
SPS	103,879	115,332	136,155	158,188	186,244
DPS	720	864	1,030	1,230	1,450

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:송지연)
- 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 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 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	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고	구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고
산업 (Industry)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	50.0%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 절대수익률	BUY	95.7%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	33.3%	시가총액 수준 유지			HOLD	4.3%	절대수익률 +15% ~ -15%
		Underweight (비중축소)	16.7%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
		합계 100%					합계 100%		