한국콜마(161890)

Analyst 하희지 1300691@hmsec.com

국내 법인 매우 좋음, 미국 법인 기다림 필요

BUY **TP 100,000원**

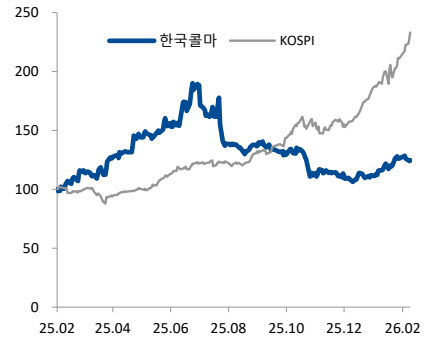
현재주가 (2/25)	71,600원
상승여력	39.7%
시가총액	1,690십억원
발행주식수	23,605천주
자본금/액면가	12십억원/500원
52주 최고가/최저가	109,200원/58,000원
일평균 거래대금 (60일)	12십억원
외국인 지분율	35.58%
주요주주 지분율	
한국콜마홀딩스외 22 인	26.58%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	7.3	9.6	-9.6
상대주가(%p)	-12.0	-30.5	-52.3

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	4,176	5,859	94,000
After	5,556	5,971	100,000
Consensus	4,386	5,736	92,000
Cons. 차이	26.7%	4.1%	8.7%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

-4Q25 한국콜마 연결 기준 매출액은 6,555억원(+11.0%yoy), 영업이익은 478억원(+36.0%yoy, OPM 7.3%)으로 시장 컨센서스에 부합하는 실적 시현

주요이슈 및 실적전망

-**1) 국내**: 매출 +11%yoy, 영업이익 +24%yoy 시현. 글로벌 MNC향 라인 조정 영향으로 인한 제한적인 영업 환경에도 인디브랜드 여전히 견조한 성장 지속되며 매출 성장 견인. 당분기 계획하였던 인센티브 충당금(45억)에 추가적으로 일회성 비용 97억원(인센티브 추가 충당금 및 임직원 보상 관련비 61억원+협력사 격려금 26억원+판매보증비 10억원)이 반영되었음에도 불구하고 영업이익률은 +0.8%p 증가한 점 고무적. 1분기에도 우호적인 영업환경 지속되는 가운데, 1Q26 별도법인 매출 가이던스 +20%yoy 성장, 2026년 연간 매출 가이던스 +13~14%yoy 제시

-**2) 중국**: 매출 +10%yoy, 적지. 신규 고객사 매출 발생하며 매출은 증가하였으나, 믹스 악화로 수익성 개선은 여전히 제한적인 점 아쉬움

-**3) 북미**: [미국] 매출 -66%yoy, 적전. 기존 미국 1공장 최대 고객사 주문 감소 영향으로 가동률 하락한 가운데, 2공장 신규 고객사 오딧 비용 반영되며 적자 확대. 대체 고객사 발굴 노력 중이나, 상반기까지는 보수적인 관점 유지. 2026년 미국 법인 매출 가이던스 약 600억 내외, 영업적자 규모는 약 150억원 제시 [캐나다] 매출 -8%yoy, 적지

주가전망 및 Valuation

-한국콜마에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 기존 94,000원에서 100,000원으로 상향. 목표주가는 한국콜마 12M Fwd EPS를 기존 5,719원에서 6,053원으로 상향 조정, Target Multiple 17배(글로벌 ODM Peer 12M Fwd P/E에 미국 법인 단기 실적 불확실성 감안한 10% 할인 적용, 기존 목표주가 94,000원은 글로벌 ODM Peer P/E 16배 적용)를 적용. 한국콜마 여전히 미국 법인 실적 회복에 대한 가시성은 제한적이지만, 국내 법인의 인디 고객사향 견조한 수주 지속 및 글로벌 MNC 고객사향 매출 반영되며 전사 실적 견인할 것으로 기대

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	2,722	240	131	344	5,556	45.0	11.2	1.6	8.9	15.4	1.4
2026F	2,964	294	141	403	5,971	7.5	12.0	1.6	7.9	14.5	1.2
2027F	3,142	338	153	452	6,461	8.2	11.1	1.5	6.9	13.9	1.2

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 한국콜마 Valuation 산정

	내용	비고
12M Forward EPS(원)	6,053	- 12M Fwd EPS 추정치
Target P/E(배)	17	- 글로벌 Peer 12M Fwd P/E에 10% 할인
적정 주가(원)	102,959	
목표주가(원)	**100,000**	- Target P/E * 12M fwd EPS
전일 종가(원)	71,600	- 2026.02.25 종가
상승여력(%)	39.7	
투자의견	**BUY**	

자료: 한국콜마, 현대차증권

〈표2〉 실적 추이 및 전망

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025P	2026F
매출액	**653.1**	**730.9**	**683.0**	**655.5**	**713.8**	**793.5**	**754.0**	**702.8**	**2,452.1**	**2,722.5**	**2,964.2**
YoY(%)	***14%***	***11%***	***9%***	***11%***	***9%***	***9%***	***10%***	***7%***	***14%***	***11%***	***9%***
1. 한국(별도)	274.3	328.1	322.0	268.3	332.5	379.0	363.8	305.3	1,059.7	1,192.8	1,380.7
YoY(%)	*11%*	*10%*	*18%*	*11%*	*21%*	*16%*	*13%*	*14%*	*24%*	*13%*	*16%*
2. 무석	41.6	49.9	31.8	32.9	44.0	52.3	33.5	34.2	153.8	156.2	164.0
YoY(%)	*20%*	*-5%*	*-13%*	*10%*	*6%*	*5%*	*5%*	*4%*	*-3%*	*2%*	*5%*
3. 북미	30.4	28.4	17.3	14.7	16.3	19.3	21.9	20.5	97.4	90.8	78.0
YoY(%)	*90%*	*9%*	*-35%*	*-49%*	*-46%*	*-32%*	*27%*	*39%*	*17%*	*-7%*	*-14%*
3-1) 미국	21.7	18.4	8.1	6.7	8.2	9.0	12.5	12.2	57.9	54.9	41.9
YoY(%)	*210%*	*37%*	*-54%*	*-67%*	*-62%*	*-51%*	*54%*	*82%*	*54%*	*-5%*	*-24%*
3-2) 캐나다	8.7	10.0	9.2	8.0	8.1	10.3	9.4	8.3	39.5	35.9	36.1
YoY(%)	*-3%*	*-21%*	*0%*	*-8%*	*-7%*	*3%*	*2%*	*4%*	*-14%*	*-9%*	*1%*
4. HK 이노엔	247.4	263.1	260.8	291.9	270.0	282.9	282.4	293.7	900.5	1,063.2	1,129.0
YoY(%)	*15%*	*20%*	*14%*	*24%*	*9%*	*8%*	*8%*	*1%*	*9%*	*18%*	*6%*
5. 연우	63.7	70.7	61.8	54.7	56.1	69.6	63.9	56.3	274.8	250.9	245.9
YoY(%)	*-5%*	*-4%*	*-15%*	*-10%*	*-12%*	*-2%*	*3%*	*3%*	*16%*	*-9%*	*-2%*
영업이익	**59.9**	**73.5**	**58.3**	**47.8**	**66.8**	**87.0**	**77.4**	**62.4**	**193.9**	**239.5**	**293.6**
OPM(%)	***9%***	***10%***	***9%***	***7%***	***9%***	***11%***	***10%***	***9%***	***8%***	***9%***	***10%***
YoY(%)	***85%***	***2%***	***7%***	***36%***	***12%***	***18%***	***33%***	***30%***	***42%***	***24%***	***23%***
1. 한국(별도)	33.9	49.0	44.3	22.3	44.6	57.6	51.3	27.2	122.3	149.5	180.6
OPM(%)	*12%*	*15%*	*14%*	*8%*	*13%*	*15%*	*14%*	*9%*	*12%*	*13%*	*13%*
YoY(%)	*48%*	*11%*	*19%*	*24%*	*31%*	*17%*	*16%*	*22%*	*54%*	*22%*	*21%*
2. 무석	3.1	6.1	-1.6	-1.6	3.0	6.3	0.5	0.5	8.0	6.0	10.2
OPM(%)	*7%*	*12%*	*-5%*	*-5%*	*7%*	*12%*	*2%*	*1%*	*5%*	*4%*	*6%*
YoY(%)	*74%*	*-9%*	*적전*	*적지*	*-3%*	*3%*	*흑전*	*흑전*	*-37%*	*-25%*	*71%*
3. 북미	0.2	0.1	-7.7	-11.4	-7.6	-5.1	-3.8	-2.7	-12.9	-18.8	-19.2
OPM(%)	*1%*	*0%*	*-45%*	*-78%*	*-47%*	*-26%*	*-17%*	*-13%*	*-13%*	*-21%*	*-25%*
YoY(%)	*흑전*	*흑전*	*적지*	*적지*	*적전*	*적전*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*
3-1) 미국	1.5	-0.2	-6.4	-8.3	-6.2	-4.5	-3.1	-2.0	-6.0	-13.4	-15.8
YoY(%)	*흑전*	*적지*	*적지*	*적전*	*적전*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*
3-2) 캐나다	-1.3	0.3	-1.3	-3.1	-1.4	-0.6	-0.7	-0.7	-6.9	-5.4	-3.4
YoY(%)	*적지*	*흑전*	*적지*	*적지*	*적지*	*적전*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*
4. HK 이노엔	25.4	19.5	25.9	40.1	29.2	29.4	30.8	38.1	88.2	110.9	127.5
OPM(%)	*10%*	*7%*	*10%*	*14%*	*11%*	*10%*	*11%*	*13%*	*10%*	*10%*	*11%*
YoY(%)	*47%*	*-20%*	*17%*	*64%*	*15%*	*51%*	*19%*	*-5%*	*34%*	*26%*	*15%*
5. 연우	-1.0	0.8	-0.2	0.8	-0.5	0.8	0.7	0.5	1.4	0.4	1.5
OPM(%)	*-2%*	*1%*	*0%*	*1%*	*-1%*	*1%*	*1%*	*1%*	*1%*	*0%*	*1%*
YoY(%)	*적전*	*-33%*	*적전*	*흑전*	*적지*	*0%*	*흑전*	*-38%*	*352%*	*-71%*	*275%*

자료: 한국콜마, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,156	2,452	2,722	2,964	3,142
증가율 (%)	15.5	13.7	11.0	8.9	6.0
매출원가	1,578	1,753	1,931	2,100	2,212
매출원가율 (%)	73.2	71.5	70.9	70.9	70.4
매출총이익	578	699	792	864	930
매출이익률 (%)	26.8	28.5	29.1	29.1	29.6
증가율 (%)	23.2	20.9	13.3	9.1	7.6
판매관리비	442	505	552	570	592
판관비율(%)	20.5	20.6	20.3	19.2	18.8
EBITDA	230	286	344	403	452
EBITDA 이익률 (%)	10.7	11.7	12.6	13.6	14.4
증가율 (%)	54.4	24.3	20.3	17.2	12.2
영업이익	136	194	240	294	338
영업이익률 (%)	6.3	7.9	8.8	9.9	10.8
증가율 (%)	86.3	42.6	23.7	22.5	15.0
영업외손익	-105	-66	-28	-77	-90
금융수익	24	30	20	27	28
금융비용	59	54	55	61	65
기타영업외손익	-70	-42	7	-43	-53
종속/관계기업관련손익	3	12	0	1	0
세전계속사업이익	34	140	212	217	248
세전계속사업이익률	1.6	5.7	7.8	7.3	7.9
증가율 (%)	100.0	311.8	51.4	2.4	14.3
법인세비용	9	14	44	43	52
계속사업이익	25	125	168	174	196
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	25	125	168	174	196
당기순이익률 (%)	1.2	5.1	6.2	5.9	6.2
증가율 (%)	흑전	400.0	34.4	3.6	12.6
지배주주지분 순이익	5	90	131	141	153
비지배주주지분 순이익	20	35	37	33	43
기타포괄이익	-11	-20	8	0	0
총포괄이익	14	105	176	174	196

(단위:십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	898	859	1,080	1,254	1,433
현금성자산	171	142	279	385	498
단기투자자산	98	57	64	68	72
매출채권	318	284	332	365	397
재고자산	281	328	364	390	419
기타유동자산	17	38	42	45	47
비유동자산	2,111	2,268	2,320	2,342	2,374
유형자산	660	811	866	910	963
무형자산	1,271	1,249	1,232	1,209	1,186
투자자산	53	55	73	75	76
기타비유동자산	127	153	149	148	149
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	3,009	3,127	3,400	3,596	3,807
유동부채	1,284	1,215	1,229	1,263	1,293
단기차입금	400	579	700	700	700
매입채무	190	188	208	223	236
유동성장기부채	438	207	54	54	54
기타유동부채	256	241	267	286	303
비유동부채	307	406	512	519	526
사채	60	249	295	295	295
장기차입금	139	60	107	107	107
장기금융부채	1	1	2	2	2
기타비유동부채	107	96	108	115	122
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,591	1,621	1,741	1,783	1,819
지배주주지분	649	793	912	1,033	1,165
자본금	11	12	12	12	12
자본잉여금	262	295	295	295	295
자본조정 등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	7	-2	3	3	3
이익잉여금	368	488	603	723	855
비지배주주지분	770	713	747	780	823
자본총계	1,419	1,506	1,659	1,813	1,988

(단위:십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	112	215	343	262	282
당기순이익	25	125	168	174	196
유형자산 상각비	73	69	81	86	91
무형자산 상각비	21	23	23	23	23
외환손익	0	-10	4	0	0
운전자본의 감소(증가)	-76	-40	36	-21	-27
기타	69	48	31	0	-1
투자활동으로인한현금흐름	-156	-205	-156	-136	-150
투자자산의 감소(증가)	-10	-4	-15	-1	-1
유형자산의 감소	1	2	10	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-107	-247	-145	-130	-145
기타	-40	44	-6	-5	-4
재무활동으로인한현금흐름	-8	-43	-47	-19	-20
차입금의 증가(감소)	-55	-79	49	0	0
사채의증가(감소)	-240	190	46	0	0
자본의 증가	-2	33	0	0	0
배당금	-17	-19	-23	-20	-20
기타	306	-168	-119	1	0
기타현금흐름	3	4	-3	0	0
현금의증가(감소)	-49	-29	137	107	113
기초현금	220	171	142	279	385
기말현금	171	142	279	385	498

(단위:원, 배, %)

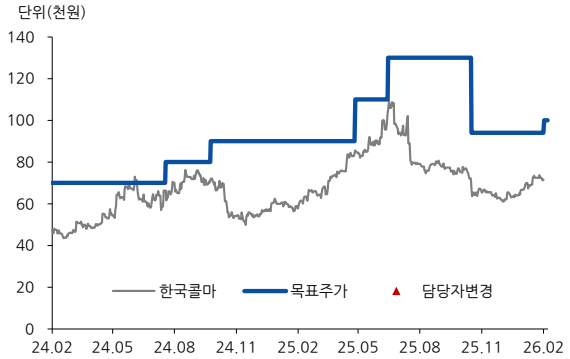
주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	1,099	5,329	7,128	7,372	8,283
EPS(지배순이익 기준)	227	3,830	5,556	5,971	6,461
BPS(자본총계 기준)	61,998	63,788	70,299	76,807	84,226
BPS(지배지분 기준)	28,347	33,579	38,646	43,753	49,349
DPS	600	720	864	864	864
P/E(당기순이익 기준)	48.8	10.3	8.7	9.7	8.6
P/E(지배순이익 기준)	236.2	14.4	11.2	12.0	11.1
P/B(자본총계 기준)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
P/B(지배지분 기준)	1.9	1.6	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA(Reported)	12.0	10.2	8.9	7.9	6.9
배당수익률	1.1	1.3	1.4	1.2	1.2
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	흑전	385.1	33.8	3.4	12.4
EPS(지배순이익 기준)	흑전	1,588.1	45.0	7.5	8.2
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	1.7	8.6	10.6	10.0	10.3
ROE(지배순이익 기준)	0.8	12.5	15.4	14.5	13.9
ROA	0.8	4.1	5.2	5.0	5.3
안정성 (%)					
부채비율	112.1	107.7	104.9	98.3	91.5
순차입금비율	54.3	59.7	50.0	39.7	30.4
이자보상배율	3.0	4.2	6.1	7.5	8.6

** 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	-36.01	-16.00
2025.11.10	BUY	94,000	-29.64	-21.60
2026.02.26	BUY	100,000		

▶ 최근 2년간 한국콜마 주가 및 목표주가



▶ Compliance Notice

- 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 담당자 및 그 배우자는 해당 종목과 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 (2025.01.01~2025.12.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	147건	90.7%
보유	15건	9.3%
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.