SPOT
ISSUE

05 Mar. 2026

DAOL 다올투자증권

(161890)

한국콜마

NDR 후기: 국내 성장성 과소평가

박종현

화장품 I alex.park@daolfn.com

● NDR 후기

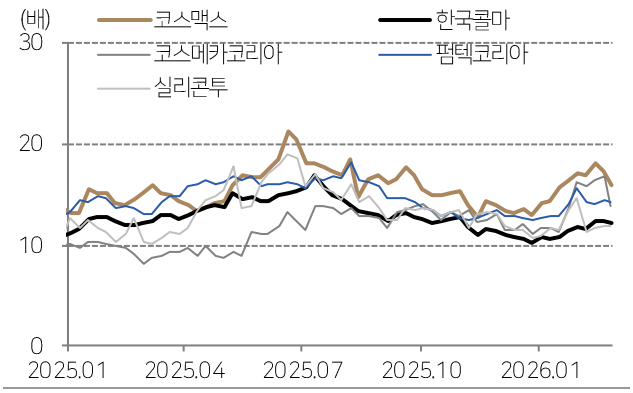
2/27일, 3/3일 양일간 한국콜마 NDR 후기. 동사는 2026E PER 13.3배로 ODM 업종 중 저평가. 2026E 한국 법인 중심의 성장 스토리 저평가 판단, 매수 권고. 적정주가 11만원, 투자의견 BUY 유지

● 주요 Q&A

주요 Q&A는 국내 법인 성장에 관한 내용. 2026.1월과 2월 영업 현황은 이미 **YoY +20% 가까운 성장세**를 보이고 있음. 3월부터는 선케어 물량이 본격화되는 시기이기 때문에 매출 확대 기대. **한국 법인 2026E 성장률 가이던스 +13%에는 글로벌 MNC향 물량은 제외되어 있음.** 글로벌 MNC 물량은 4Q25E 초도 발생 후, 연간으로 발생 전망. 특히 주요 고객사였던 레거시 브랜드들의 매출 성장 전환 및 선케어 인디 브랜드 매출 성장과 함께 주요 고객사들의 매출 성장이 한국 성장 견인 기대. **이에 따라 한국 법인 매출액은 당사 추정치인 3,233억원 상회하는 3,300억원 수준 달성 기대**

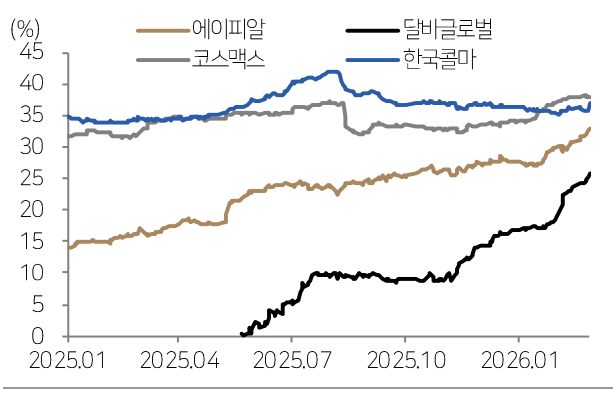
다만 2025년 기대 포인트였던 미국은 2공장 가동에도 오히려 1공장 주요 고객의 이탈에 따라 매출액 감소가 불가피했음. 일부 글로벌MNC의 물량 생산이 결정되었으나, 1H26 회복보다는 점진적 회복을 관찰할 필요 있음

Fig. 1: 12M Fwd PER 추이



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 2: 외국인 지분율 추이



Source: Quantiwise, 다올투자증권

주요 Q&A

1) 한국(별도/한국법인)

Q. 2026년 한국법인 성장 가이던스는?

A. 13% + α. '+α'의 핵심 변수는 글로벌 MNC. 글로벌 MNC 초도 물량이 4Q25P부터 출고되었으며, 1Q26E부터도 해당 물량 선적 있을 예정

Q. 1Q26E 한국 법인 강세(YoY +20%) 이유는?

A. 1, 2월도 매출 호조를 보였으며, 3월부터는 선케어 성수기 물량이 본격화된다는 언급

Q. 2025년 국내 법인 가이던스 대비 실제치의 차이는?

A. 애터미/AHC 네거티브 임팩트가 -7%로 작용했으나, 결과적으로 +13% 달성

Q. 올해는 애터미/AHC 이슈가 있나?

A. 애터미 비중 12%, 2026E 중 애터미 리뉴얼 예정. 리뉴얼에 따라 매출 확대 기대. AHC 4%(작년 기준)로 스테이블했고, 올해도 큰 변화 없을 전망

Q. 상반기 캐파/수주 몰림 대응은?

A. 상반기 수주 집중 시기에 맞춰 인력 확충이 되어 있고, 2026년에는 초과수요 대응 여력이 있음

Q. 대외 변수 영향은?

A. MOCRA 및 관세 등 대외 변수가 제거된 시기. 영업에 집중할 수 있음

Q. 1위 고객사 상장 관련 코멘트?

A. 상장을 위해서라도 고객사 수주 증가할 수 밖에 없는 시기

Q. 고객 믹스 현황?

A. 선케어 인디 1위(13%), 애터미 2위(12%), H&B채널 3위(6%), 미스트 세럼 인디 4위(4%), AHC 5위(4%), 6 – 10위(3%)

2) 중국

Q. 적자 기조를 줄이기 위해서는?

A. 스킨케어 비중 확대가 필요하나, 위생허가 이슈로 레시피 공개가 필요해 한국과 달리 제약이 큼

Q. 하반기/연간 적자 폭 전망은?

A. 작년 하반기 30억원+ 적자였고, 연간으로 적자 폭이 커질 수 있다고 언급

Q. 2026년 중국 가이던스는?

A. 매출은 미드 싱글 성장, 영업이익은 약 20억원 수준 언급

Q. 중국에서 스킨케어 영업이 어려운 구조적 이유는?

A. 기술 유출 우려(레시피 공개), 고객사의 인하우스 전환 등으로 외주 확대 타이밍이 불확실하다는 설명

3) 미주(미국/캐나다)

3-1) 미국

Q. 미국 2공장 매출 개시 시점은?

A. 공장 오픈 후 영업이 시작되는 구조. 미국은 의사결정이 느려 1년 소요 가능, 매출 개시는 2026년 3Q부터 가능성 언급

Q. 미국 매출이 줄어든 직접 원인은?

A. 1위 고객사 주문 감소. 매출 70~80% 비중 고객이 줄면서 매출 감소. 대체 고객 발굴을 못함

Q. 미국 상반기/연간 손익 가이던스는?

A. 1~2분기 매출은 전년 3~4분기 수준, 영업적자 50억원 이상 가능. 연간 흑자 턴어라운드는 어렵고 하반기 관찰 필요

Q. 미국 제품 생애주기/개발 리드타임 차이는?

A. 한국은 3~6개월 출시, 미국은 제품이 오래 팔리고 개발/의사결정도 길어 1년 이상 걸릴 수 있다고 설명

Q. 미국에서 가장 주시하는 고객은?

A. 글로벌MNC. 2025년 한국에서 매출 비중 4%였고 유럽 판매용 BB/CC 성과가 좋았기에 미국 내 생산 결정

Q. 2공장 고객사 확보 상황은?

A. 일부 고객이 있으나 대량 물량은 아직. 생산은 시작했고, 시장에서 인기를 끌면 흑자를 논할 실적이 될 수 있다고 언급

3-2) 캐나다

Q. 캐나다 실적은?

A. 작년 매출 360억원, 영업적자 소폭. 적자가 커졌지만 전반 실적이 크게 벗어나진 않았다는 설명

Q. 캐나다 제품 구조는?

A. 아직 OEM 위주, 스킨케어 중심

4) 연우(패키징 자회사)

Q. 연우 4분기 실적은?

A. 4분기 흑자 8억원(소폭)

Q. 매출이 줄어든 이유는?

A. 빅2 주문 감소, 미국 고객 브랜드 상황 악화가 작년 하반기부터 이어짐. 단기 리바운드는 어려운 상황

Q. 연우 연간 전망(손익)은?

A. 올해 매출 2,500억원 수준에서 BEP 목표 언급

Q. 흑자 전환에 기여한 요인은?

A. 고정비(인력/인건비) 부담이 컸고, 자연퇴직 등으로 인건비를 줄이는 방식으로 비용 구조를 완화했다고 설명(강제 구조조정은 언론 리스크로 회피)

Q. 향후 투자 계획은?

A. 튜브 라인 증설 준비, 50~100억원 투자 가능성 언급. 자금지원/경영위기 수준은 아니라고 언급

Fig. 3: 한국콜마 실적 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025P	2026E
매출액	653.1	730.8	683.0	655.5	704.6	776.9	759.9	703.6	2,452.1	2,722.4	2,945.0
YoY(%)	*14%*	*11%*	*9%*	*11%*	*8%*	*6%*	*11%*	*7%*	*14%*	*11%*	*8%*
한국	274.3	328.1	322.0	268.3	323.3	365.4	362.5	295.0	1,059.7	1,192.7	1,346.3
중국	41.6	49.9	31.8	32.9	45.0	51.5	35.8	34.4	153.7	156.2	166.6
미국	21.7	18.4	8.1	6.7	7.4	12.8	19.0	15.9	57.9	54.9	55.0
캐나다	8.7	10.0	9.2	8.0	9.4	10.4	9.3	9.4	39.5	35.9	38.5
HK 이노엔	247.4	263.1	260.8	291.9	271.8	288.0	282.7	296.8	897.1	1,063.2	1,139.4
연우	63.7	70.7	61.8	54.7	55.5	57.7	59.2	60.2	275.5	250.9	232.5
GP	190.3	210.5	195.3	195.4	204.5	228.5	223.5	204.1	698.9	791.5	860.6
YoY(%)	*18%*	*9%*	*10%*	*17%*	*7%*	*9%*	*14%*	*4%*	*21%*	*13%*	*9%*
GPM	29.1%	28.8%	28.6%	29.8%	29.0%	29.4%	29.4%	29.0%	28.5%	29.1%	29.2%
OP	59.9	73.5	58.3	47.8	65.8	86.0	79.4	50.5	193.9	239.5	281.7
YoY(%)	*85%*	*2%*	*7%*	*36%*	*10%*	*17%*	*36%*	*6%*	*42%*	*24%*	*18%*
OPM	9.2%	10.1%	8.5%	7.3%	9.3%	11.1%	10.4%	7.2%	7.9%	8.8%	9.6%
한국	33.9	49.0	44.3	22.3	43.7	58.1	53.5	24.8	122.4	149.5	180.0
중국	3.1	6.1	-1.6	-1.6	3.1	5.1	2.5	0.0	8.0	6.0	10.8
미국	1.5	-0.2	-6.4	-8.3	-5.9	-5.1	-3.8	-3.2	-6.0	-13.4	-18.0
캐나다	-1.3	0.3	-1.3	-3.1	-1.5	-1.7	-2.0	-2.2	-6.9	-5.4	-7.4
HK 이노엔	25.4	19.5	25.9	40.1	28.8	32.1	31.1	32.7	88.2	110.9	124.7
연우	-1.0	0.8	-0.2	0.8	0.0	0.0	0.6	0.9	1.4	0.4	1.5
판관비	130.3	137.1	137.0	147.6	138.6	142.5	144.1	153.6	505.1	552.0	578.9
인건비	36.3	40.1	37.4	42.6	40.6	45.1	44.7	42.1	147.9	156.4	172.5
지급수수료	32.7	33.0	34.8	39.5	32.4	39.3	39.5	36.7	121.2	140.0	147.9
광고선전비	11.6	14.3	14.1	12.8	13.6	15.4	15.1	13.8	49.5	52.8	57.9
유무형 감가	11.9	11.1	11.4	11.0	11.8	12.7	12.7	11.7	40.1	45.5	48.9
연구개발비	6.2	8.5	8.7	7.6	8.0	9.2	9.1	8.2	31.9	31.1	34.5
영업외손익	-27.5	-19.5	-4.1	23.3	-11.6	-11.4	-7.3	-6.4	-54.1	-27.8	-36.7
세전이익	32.4	54.0	54.2	71.1	54.2	74.6	72.1	44.1	139.8	211.7	245.0
NP	13.2	34.9	31.8	45.1	29.0	43.9	42.9	19.6	90.1	125.1	135.3
YoY(%)	109%	0%	107%	35%	119%	26%	35%	-57%	1635%	39%	8%
NPM	*2.0%*	*4.8%*	*4.7%*	*6.9%*	*4.1%*	*5.6%*	*5.6%*	*2.8%*	*3.7%*	*4.6%*	*4.6%*

Source: 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 비율

BUY : 88.7%	HOLD : 11.3%	SELL : 0.0%

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