한국콜마(161890.KS) 매수(유지)

놀라운 1분기, 약속의 2분기

화장품 담당 이교석

T.02)2004-9285 / lee.kyo-suk1@shinyoung.com

현재주가(5/8) 93,600원

목표주가(12M, 상향) 120,000원

Valuation Indicator

	25A	26F	27F
PER(배)	11.7	12.4	10.0
PBR(배)	1.6	2.1	1.8
EV/EBITDA(배)	9.1	9.0	7.9
ROE(%)	14.7	18.1	19.1
DPS(원)	1,136	1,400	1,575

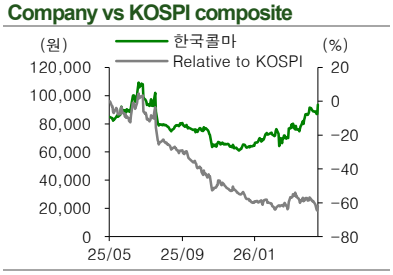
Key Data (기준일: 2026. 5. 8)

KOSPI(pt)	7498.00
KOSDAQ(pt)	1207.72
액면가(원)	500
시가총액(억원)	22,094
발행주식수(천주)	23,605
평균거래량(3M,주)	250,076
평균거래대금(3M, 백만원)	19,639
52주 최고/최저	109,200 / 61,100
52주 일간Beta	0.4
배당수익률(26F,%)	1.2
외국인지분율(%)	36.6
주요주주 지분율(%)	
한국콜마홀딩스 외 22 인	26.6 %
NIHON KOLMAR	11.8 %

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	21.9	35.5	29.8	17.6
KOSPI대비 상대수익률	-4.5	-8.1	-31.5	-59.5

Company vs KOSPI composite



분석의 기본 가정

- 이란 사태로 인한 원재료 가격 상승 영향은 고객사와 분담

시장 기대치를 상회한 매출 성장과 역대 최고 수준의 영업이익률

- 2026년 1분기 별도 매출액은 전년 동기 대비 25% 증가한 3,430억원, 별도 영업이익은 51% 증가한 512억원으로 분기 실적 최고치를 기록함. 썬케어 최대 고객사향 매출은 80% 이상 고성장했으며 글로벌 럭셔리 브랜드가 Top 10 고객사에 진입하며 실적 성장에 기여함. 역성장을 지속하던 매출 비중 2위 방판 브랜드가 성장 전환에 성공한 점도 긍정적임. 카테고리는 스킨케어 비중이 55%로 전년 동기 대비 5%p 상승하며 실적 성장의 핵심으로 작용함.
- 1분기 미국 매출액은 전 분기 대비 100% 증가한 134억원, 영업적자는 37억원으로 적자 규모가 축소됨. 2025년 하반기 발주를 큰 폭으로 줄였던 최대 고객사 주문량이 소폭 증가하며 시장 기대치를 상회하는 실적을 기록함. 2분기 매출 가이던스는 100억원대 후반으로 전년 동기 대비 성장 전환할 가능성에 대한 기대치를 높여볼 수 있는 시점임.

의심할 여지가 없는 약속의 2분기

- 2분기 별도 매출액은 썬 제품 수요 증가와 스킨케어 발주 확대가 동반되며 4,000억원을 돌파할 것으로 예상됨. 2026년 연간 별도 매출 가이던스는 전년 대비 13%에서 20% 성장으로 상향 조정됨. 2025년 대비 가팔라진 K-Beauty 수출 성장률과 다변화된 고객사(Top 20 매출 비중 65%)를 고려 시 충분히 달성 가능할 것으로 전망함. 국내 최대 H&B 유통사 미국 진출 영향으로 PB 브랜드향 매출에 대한 추가 성장 동력이 갖춰진 점도 기대 요인임.
- 2026년 연간 미국 매출액 가이던스는 기존 600억원에서 700억원 이상으로 17% 상향됨. 미국 2공장은 자동화 설비를 기반으로 높은 수익성을 확보하기에 용이한 구조임. 신규 수주 확보 추이에 따라 매출 가이던스가 추가 상향될 경우 연내 분기 영업이익 흑자전환도 불가능하지 않은 상황으로 판단함. 동사는 썬 기술력 1위의 ODM 사업자 입지를 넘어 글로벌 럭셔리 브랜드로부터 크림 수주를 받으며 스킨케어 기술력도 인정받은 상황임. 이는 글로벌 ODM사로서의 인지도 증가로 이어질 것으로 예상하며 미국 공장 수주 확대도 기대해볼 수 있을 것으로 전망함.

투자의견 매수 및 목표주가 120,000원 상향

- 투자의견 매수를 유지하며, 목표주가는 화장품 사업 EPS 추정치 상향에 따라 기존 90,000원에서 120,000원으로 33% 상향함. 목표주가는 동사의 12개월 선행 지배순이익 1,393억원에 글로벌 경쟁사 인터코스 12개월 선행 PER을 10% 할증한 17.6배를 적용한 사업 가치와 40% 할인 적용한 HK이노엔 지분가치를 합산하여 산출함.

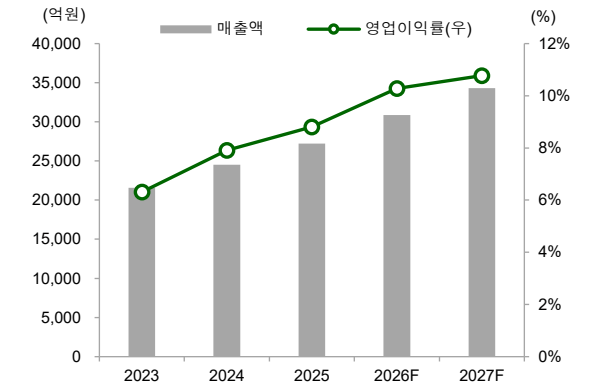
도표 1. 한국콜마 실적 추이 및 전망

(단위 :억원)

구분	2025				2026F				연간		
	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A	1Q26P	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025A	2026F	2027F
매출액	6,531	7,308	6,830	6,555	7,280	8,218	7,999	7,383	27,224	30,880	34,289
매출원가	4,628	5,203	4,877	4,601	5,202	5,835	5,695	5,198	19,310	21,930	24,282
매출원가율(%)	70.9%	71.2%	71.4%	70.2%	71.5%	71.0%	71.2%	70.4%	70.9%	71.0%	70.8%
매출총이익	1,903	2,105	1,953	1,953	2,078	2,383	2,304	2,185	7,914	8,950	10,007
매출총이익률(%)	29.1%	28.8%	28.6%	29.8%	28.5%	29.0%	28.8%	29.6%	29.1%	29.0%	29.2%
판매비와관리비	1,303	1,371	1,370	1,475	1,289	1,467	1,496	1,526	5,519	5,778	6,315
판관비율(%)	20.0%	18.8%	20.1%	22.5%	17.7%	17.8%	18.7%	20.7%	20.3%	18.7%	18.4%
영업이익	599	735	583	478	789	916	808	659	2,396	3,172	3,692
영업이익률(%)	9.2%	10.1%	8.5%	7.3%	10.8%	11.2%	10.1%	8.9%	8.8%	10.3%	10.8%
세전이익	324	540	542	711	778	913	817	473	2,117	2,981	3,567
지배순이익	132	349	318	451	452	595	517	223	1,251	1,787	2,203
지배순이익률(%)	2.0%	4.8%	4.7%	6.9%	6.2%	7.2%	6.5%	3.0%	4.6%	5.8%	6.4%
YoY											
매출액	14%	11%	9%	11%	11%	12%	17%	13%	11.0%	13.4%	11.0%
매출총이익	18%	9%	10%	17%	9%	13%	18%	12%	13%	13%	12%
판매비와관리비	2%	12%	12%	11%	-1%	7%	9%	3%	9%	5%	9%
영업이익	85%	2%	7%	36%	32%	25%	39%	38%	24%	32%	16%
지배순이익	109%	0%	107%	35%	241%	70%	63%	-51%	39%	43%	23%
지역/자회사 매출액											
별도	2,743	3,281	3,220	2,683	3,430	4,036	3,993	3,220	11,928	14,678	16,880
해외	722	785	493	478	693	817	615	631	2,478	2,756	3,185
중국	416	499	318	329	473	539	334	345	1,562	1,691	1,860
북미	304	284	173	147	218	276	279	283	908	1,056	1,316
연우	637	707	618	547	624	714	711	656	2,509	2,705	2,840
HK이노엔	2,474	2,631	2,608	2,919	2,587	2,758	2,781	2,960	10,632	11,086	11,827
연결조정 및 기타	-44	-96	-109	-72	-54	-107	-100	-84	-321	-345	-444
지역/자회사 YoY(%)											
별도	11%	10%	18%	11%	25%	23%	24%	20%	13%	23%	15%
해외	31%	-1%	-22%	-19%	-4%	4%	25%	32%	-4%	11%	16%
중국	7%	-7%	-13%	10%	14%	8%	5%	5%	-2%	8%	10%
북미	90%	9%	-35%	-49%	-28%	-3%	61%	93%	-7%	16%	25%
연우	-5%	-4%	-15%	-11%	-2%	1%	15%	20%	-9%	8%	5%
HK이노엔	16%	20%	14%	24%	5%	5%	7%	1%	19%	4%	7%
지역/자회사 비중(%)											
별도	42%	45%	47%	41%	47%	49%	50%	44%	44%	48%	49%
해외	11%	11%	7%	7%	10%	10%	8%	9%	9%	9%	9%
중국	6%	7%	5%	5%	6%	7%	4%	5%	6%	5%	5%
북미	5%	4%	3%	2%	3%	3%	3%	4%	3%	3%	4%
연우	10%	10%	9%	8%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	8%
HK이노엔	38%	36%	38%	45%	36%	34%	35%	40%	39%	36%	34%
지역/자회사 영업이익											
별도	339	490	443	223	512				1,495		
해외	33	62	-93	-130	-22				-127		
중국	31	61	-16	-16	32				61		
북미	2	1	-77	-114	-54				-188		
연우	-10	8	-2	8	-3				4		
HK이노엔	254	195	259	401	332				1,109		
지역/자회사 영업이익률											
별도	12.4%	14.9%	13.8%	8.3%	14.9%				12.5%		
해외	4.6%	8.0%	-18.9%	-27.2%	-3.2%				-5.1%		
중국	7.5%	12.3%	-5.0%	-4.9%	6.8%				3.9%		
북미	0.7%	0.4%	-44.5%	-77.6%	-24.8%				-20.7%		
연우	-1.6%	1.1%	-0.3%	1.5%	-0.5%				0.2%		
HK이노엔	10.3%	7.4%	9.9%	13.7%	12.8%				10.4%		

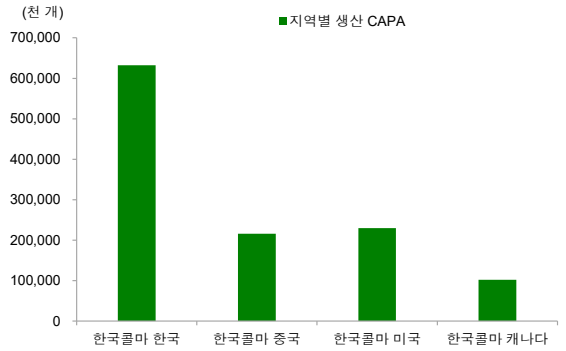
자료 : 한국콜마, 신영증권 리서치센터 추정

도표 2. 한국콜마 연결 실적 추이 및 전망



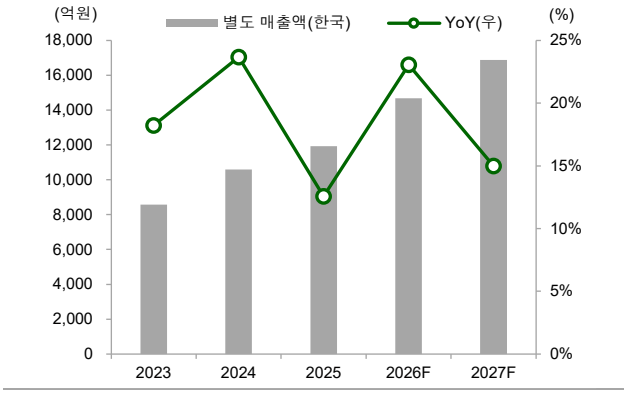
자료: 한국콜마, 신영증권 리서치센터 추정

도표 3. 한국콜마 생산능력 현황



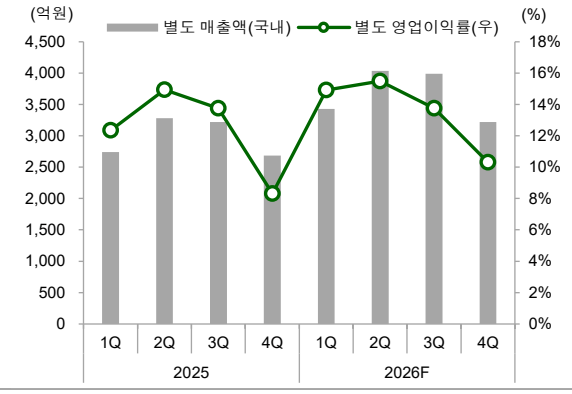
자료: 한국콜마, 신영증권 리서치센터

도표 4. 한국콜마 별도 연간 매출액 추이 및 전망



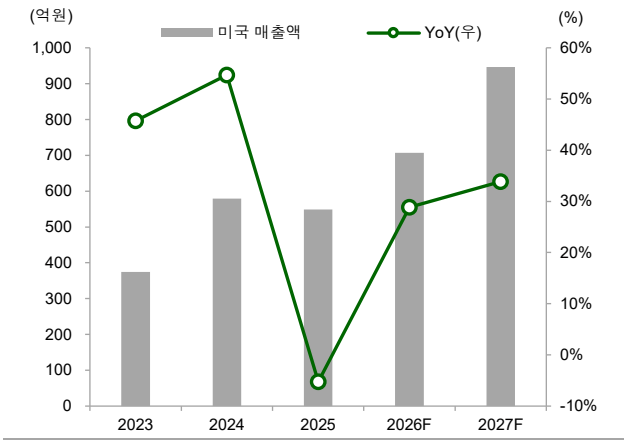
자료: 한국콜마, 신영증권 리서치센터 추정

도표 5. 한국콜마 별도 분기 실적 추이 및 전망



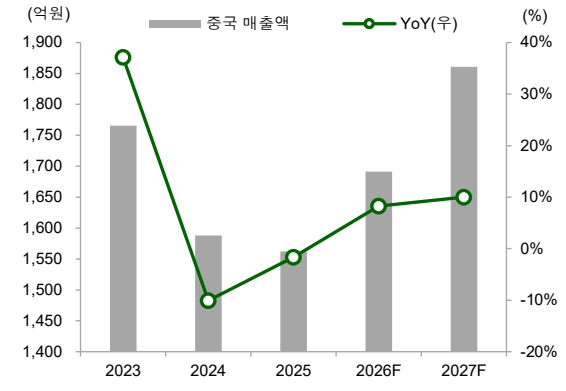
자료: 한국콜마, 신영증권 리서치센터 추정

도표 6. 한국콜마 미국 법인 매출액 추이 및 전망



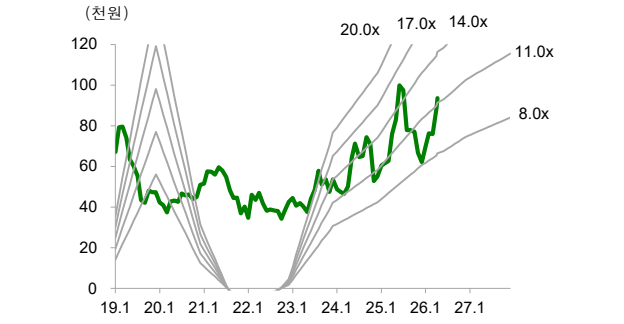
자료: 한국콜마, 신영증권 리서치센터 추정

도표 7. 한국콜마 중국 법인 매출액 추이 및 전망



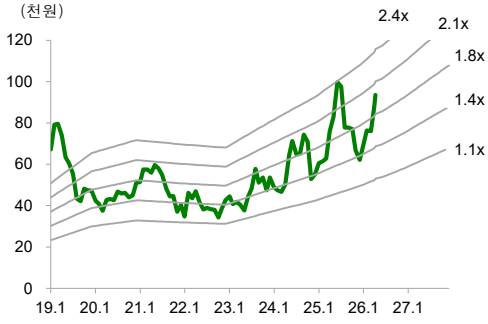
자료: 한국콜마, 신영증권 리서치센터 추정

도표 8. 한국콜마 12 개월 선행 PER BAND



자료: FnGuide, 신영증권 리서치센터

도표 9. 한국콜마 12 개월 선행 PBR BAND



자료: FnGuide, 신영증권 리서치센터

도표 10. 한국콜마 실적 추정치 변경 내역

(단위 :억원)

항목	2026F				2027F			
	변경 전	**변경 후**	전후 차이	컨센서스	변경전	**변경후**	전후 차이	컨센서스
매출액	29,806	**30,880**	+4%	29,654	31,937	**34,289**	+7%	32,164
영업이익	2,815	**3,172**	+13%	2,816	3,188	**3,692**	+16%	3,275
영업이익률(%)	9.4%	**10.3%**	+0.9%p	9.5%	10.0%	**10.8%**	+0.8%p	10.2%
지배순이익	1,418	**1,787**	+26%	1,477	1,665	**2,203**	+32%	1,765
지배순이익률(%)	4.8%	**5.8%**	+1.0%p	5.0%	5.2%	**6.4%**	+1.2%p	5.5%

자료 : 신영증권 리서치센터

도표 11. 한국콜마 목표주가 산출

구분	내용	비고
화장품 지배순이익(억원)	1,393	12개월 선행 추정 지배순이익(HK이노엔 제외)
화장품 Target PER(배)	17.6	인터코스 12개월 선행 PER 10% 할증
화장품 사업 가치	24,512	
HK이노엔 시가총액	14,222	
지분율	43.01%	한국콜마가 보유한 HK이노엔 지분율
할인율	40%	할인율 반영
HK이노엔 지분 가치	3,670	
적정 시가 총액(억원)	28,182	
상장주식수(천주)	23,605	
적정 주가(원)	119,390	
목표주가(원)	**120,000**	
현재주가(원)	93,600	2026.05.08 종가 기준
상승여력	**28.2%**	

자료 : 신영증권 리서치센터

한국콜마(161890.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	**24,521**	**27,224**	**30,880**	**34,289**	**37,442**
증가율(%)	13.7	11.0	13.4	11.0	9.2
매출원가	**17,531**	**19,310**	**21,930**	**24,282**	**26,515**
원가율(%)	71.5	70.9	71.0	70.8	70.8
매출총이익	**6,989**	**7,914**	**8,950**	**10,007**	**10,927**
매출총이익률(%)	28.5	29.1	29.0	29.2	29.2
판매비와 관리비 등	**5,051**	**5,519**	**5,778**	**6,315**	**6,801**
판관비율(%)	20.6	20.3	18.7	18.4	18.2
영업이익	**1,939**	**2,396**	**3,172**	**3,692**	**4,126**
증가율(%)	42.5	23.6	32.4	16.4	11.8
영업이익률(%)	7.9	8.8	10.3	10.8	11.0
EBITDA	**2,858**	**3,437**	**4,223**	**4,754**	**5,197**
EBITDA마진(%)	11.7	12.6	13.7	13.9	13.9
순금융손익	**-240**	**-261**	**56**	**63**	**64**
이자손익	-398	-321	-371	-371	-360
외화관련손익	153	-8	25	31	-9
기타영업외손익	**-423**	**-24**	**-298**	**-248**	**-190**
종속및관계기업 관련손익	**122**	**6**	**51**	**60**	**39**
법인세차감전계속사업이익	**1,398**	**2,117**	**2,981**	**3,567**	**4,038**
계속사업손익법인세비용	**144**	**435**	**641**	**749**	**848**
세후중단사업손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**1,253**	**1,682**	**2,340**	**2,818**	**3,190**
증가율(%)	399.2	34.2	39.1	20.4	13.2
순이익률(%)	5.1	6.2	7.6	8.2	8.5
지배주주지분 당기순이익	901	1,251	1,787	2,203	2,478
증가율(%)	1,632.7	38.8	42.8	23.3	12.5
기타포괄이익	**-199**	**97**	**-15**	**-15**	**-15**
총포괄이익	**1,055**	**1,780**	**2,325**	**2,803**	**3,175**

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	**8,587**	**10,096**	**12,316**	**15,443**	**18,973**
현금및현금성자산	1,419	2,253	2,937	3,490	2,672
매출채권 및 기타채권	2,945	3,583	4,120	5,407	7,978
재고자산	3,277	3,248	3,700	4,109	4,487
비유동자산	**22,680**	**24,481**	**24,760**	**24,811**	**24,853**
유형자산	8,111	9,018	9,523	9,768	9,977
무형자산	12,493	12,435	12,199	11,993	11,812
투자자산	545	1,345	1,359	1,372	1,386
기타 금융업자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**31,267**	**34,578**	**37,075**	**40,254**	**43,826**
유동부채	**12,150**	**13,601**	**14,041**	**14,748**	**15,516**
단기차입금	6,668	6,392	6,392	6,392	6,392
매입채무및기타채무	3,604	4,354	4,794	5,501	6,269
유동성장기부채	600	1,049	1,049	1,049	1,049
비유동부채	**4,059**	**4,303**	**4,303**	**4,303**	**4,303**
사채	2,494	2,446	2,446	2,446	2,446
장기차입금	595	858	858	858	858
기타 금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**16,210**	**17,904**	**18,345**	**19,051**	**19,819**
지배주주지분	**7,926**	**9,104**	**10,608**	**12,465**	**14,557**
자본금	118	118	118	118	118
자본잉여금	2,947	3,010	3,010	3,010	3,010
기타포괄이익누계액	-22	45	30	15	0
이익잉여금	4,879	5,927	7,446	9,318	11,425
비지배주주지분	**7,131**	**7,570**	**8,123**	**8,738**	**9,450**
자본총계	**15,057**	**16,673**	**18,731**	**21,203**	**24,007**
총차입금	**11,510**	**12,333**	**12,333**	**12,333**	**12,333**
순차입금	**9,377**	**9,027**	**7,942**	**6,531**	**5,985**

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	**2,154**	**2,914**	**2,848**	**2,881**	**2,079**
당기순이익	**1,253**	**1,682**	**2,340**	**2,818**	**3,190**
현금유출이없는비용및수익	**1,948**	**2,026**	**2,140**	**2,256**	**2,353**
유형자산감가상각비	693	806	815	856	891
무형자산상각비	227	236	236	206	181
영업활동관련자산부채변동	**-404**	**1**	**-620**	**-1,072**	**-2,256**
매출채권의감소(증가)	398	-472	-536	-1,287	-2,571
재고자산의감소(증가)	-532	35	-452	-408	-378
매입채무의증가(감소)	-70	445	440	706	768
투자활동으로인한현금흐름	**-2,052**	**-2,477**	**-1,830**	**-1,928**	**-2,436**
투자자산의 감소(증가)	-11	-800	-14	-14	-14
유형자산의 감소	17	17	0	0	0
CAPEX	-2,472	-1,640	-1,320	-1,100	-1,100
단기금융자산의감소(증가)	409	-259	-539	-858	-1,365
재무활동으로인한현금흐름	**-432**	**402**	**-335**	**-399**	**-461**
장기차입금의증가(감소)	285	515	0	0	0
사채의증가(감소)	93	397	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타현금흐름	**41**	**-6**	**0**	**0**	**0**
현금의 증가	**-290**	**834**	**684**	**553**	**-818**
기초현금	1,708	1,419	2,253	2,937	3,490
기말현금	1,419	2,253	2,937	3,490	2,672

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Per Share (원)					
EPS	3,830	5,299	7,572	9,331	10,499
BPS	33,579	38,566	44,939	52,807	61,669
DPS	720	864	1,136	1,400	1,575
Multiples (배)					
PER	14.4	11.7	12.4	10.0	8.9
PBR	1.6	1.6	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA	10.3	9.1	9.0	7.9	7.2

Financial Ratio

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	1588.1%	38.3%	42.9%	23.2%	12.5%
EBITDA(발표기준) 증가율	24.3%	20.3%	22.9%	12.6%	9.3%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	8.6%	10.6%	13.2%	14.1%	14.1%
ROE(지배순이익 기준)	12.5%	14.7%	18.1%	19.1%	18.3%
ROIC	6.1%	7.8%	10.1%	11.4%	12.0%
WACC	5.1%	4.6%	5.2%	5.1%	5.1%
안전성(%)					
부채비율	107.7%	107.4%	97.9%	89.8%	82.6%
순차입금비율	62.3%	54.1%	42.4%	30.8%	24.9%
이자보상배율	4.2	6.2	7.2	8.4	9.6

Compliance Notice

■ **투자등급**

종목 **매수** : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
중립 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 ±10% 이내의 등락이 예상되는 경우
매도 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

산업 **비중확대** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천
중 립 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천
비중축소 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자의견 비율 고지]

당사의 투자의견 비율			
기준일(20260331)	매수 : 88.13%	중립 : 10.63%	매도 : 1.25%

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자)	시장조성자			1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증	자사주신탁 계약
	ELW	주식	주식선물	주식옵션				
한국콜마	-	-	-	-	-	-	-	-

한국콜마 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가	최고(저) 주가
2026-05-11	매수	120000		
2026-03-12	매수	90000	-9.99	4.00