

(161890)

한국콜마

이해니

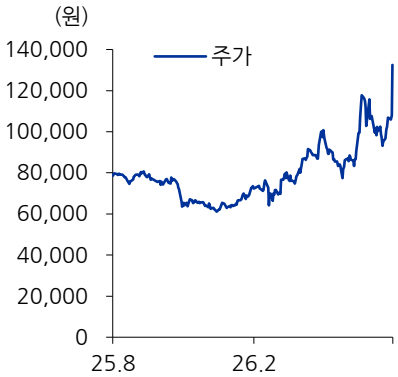
6183 / hnlee@eugenefn.com

2Q26 Review: 분기 영업이익 1,000 억 돌파

투자의견
목표주가
현재주가

BUY(유지)
170,000 원(상향)
132,500 원(8/12)

- “ **2Q26 전체 매출액 8,613억원(+17.8%yoy), 영업이익 1,103억원(+50.1%yoy), OPM 12.8%를 기록했다.** 창사 이래 최대 영업이익을 경신했다. 화장품 ODM 업계 전체에서 최초 기록이다.
- “ **국내 매출액 4,304억원(+31.2%yoy), 영업이익 708억원(+44.4%yoy), OPM 16.4%를 기록했다.** 선케어 대형 고객사의 아웃퍼폼이 매출을 견인했다. 신규 편입된 고객사 역시 고성장을 이어갔다. 특히 스케일업 브랜드들이 주문 규모를 빠르게 늘렸다. 매출총이익률이 22.1%로 전년대비 0.8%p 개선됐고, 판관비는 전년대비 소폭 증가했다. 원부자재 가격 인상이 즉각 반영되었고 인력 운용 효율화로 수익성이 큰 폭 개선됐다. 카테고리 믹스는 선케어 35%, 스킨케어 49%, 메이크업 12%이다. 선케어 비중이 역대 최고 수준까지 올라왔고, 가동률은 81%를 시현했다.
- “ **중국 매출액 579억원(+15.9%yoy), 영업이익 57억원(-7.0%yoy)를 기록했다.** 선케어 성수기 주문 증가로 매출은 견조했으나, 메이크업 매출 비중이 줄어들고 베이스 메이크업 내 저마진 전략고객 수주가 늘면서 이익이 부진했다. **미국 매출액 178억원(-2.9%yoy), 영업이익 -14억원(적자yoy)를 기록했다.** 기존 최대 고객 비중이 50%대로 낮아졌지만 글로벌 대형사 색조 브랜드 매출이 큰 폭으로 늘며 미국 2공장 Top 5 고객에 진입했다.
- “ **연우 매출액 911억원(+28.9%yoy), 영업이익 70억원(+775.0%yoy)를 기록했다.** 선케어, 스킨케어 고객사의 펌프 용기 발주가 늘어나며 시장 예상을 상회했다. 상위 2개사 비중은 9%(-4%p)로 낮아졌는데 인디 브랜드 비중은 61%(+14%p)로 확대됐다. **이노엔 매출액 2,672억원(+1.6%yoy), 영업이익 300억원(+53.6%yoy)를 기록했다.** 케이캡 회계처리 변경과 당료 제품 공동판매 종료로 매출 성장률은 낮아졌다. 다만 실질 처방, 판매량 증가와 중국 로열티 고성장으로 이익은 좋았다. H&B는 신제품 출시, 마케팅 강화로 MS가 45%까지 확대됐다.
- “ **3Q26E 매출액 8,275억원(+21.2%yoy), 영업이익 947억원(+62.3%yoy), OPM 11.4%를 전망한다.** **국내** 매출액은 전통적 성수기인 2분기 수준까지 예상한다. 수주 자체는 2분기보다 강해 오히려 생산 소화력이 관건이다. **중국** 매출액은 기존 수준으로 성장, 수익성 개선에 중점을 두고 있다. **미국** 기존 최대 고객 의존도가 낮아지는 대신 신규 글로벌 브랜드의 매출 기여가 확대되나 적자가 유지된다. **연우** 인디 브랜드 비중 확대와 고객 다변화 흐름은 유지되며 흑자 기조는 이어갈 것이다.
- “ **투자의견 'BUY' 유지. 목표주가 170,000원으로 상향한다.** 고객사들이 카테고리리와 지역을 가리지 않고 성장을 견인하는 구조적 국면에 진입했다. 미국 베모트리지놀 기반 OTC 제품 출시가 가능해진 점은 하반기에서 내년 미국 선케어 사업의 추가 성장 모멘텀으로 작용할 것이다.



시가총액(십억원)	3,128
발행주식수(천주)	23,605
52 주 최고	139,300 원
최저	60,600 원
52 주 일간 Beta	0.14
60 일 평균 거래대금	346 억원
외국인 지분율	39.8%
배당수익률(26E)	0.7%
주주구성	
한국콜마홀딩스 (외 23 인)	26.6%
국민연금공단 (외 1 인)	12.8%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	24.4	83.0	65.6
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	170,000	135,000	▲
영업이익(26E)	345	295	▲
영업이익(27E)	416	349	▲

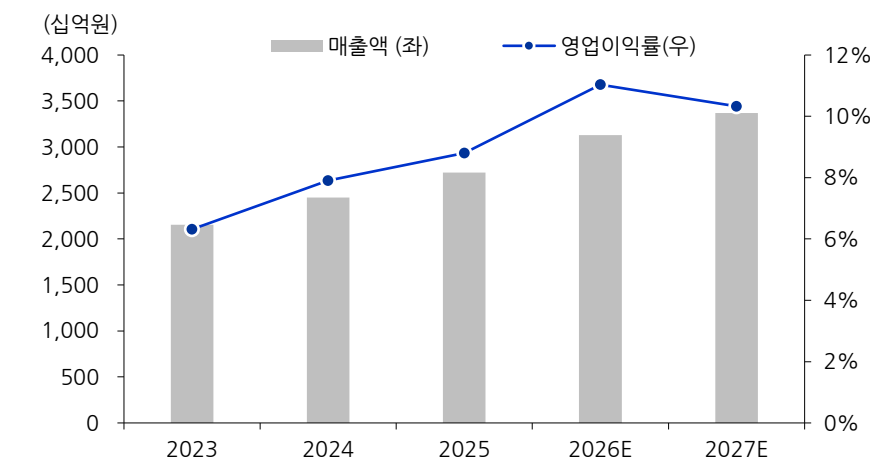
12월 결산(십억원)	2025A	2026E	2027E
매출액	2,722	3,128	3,538
영업이익	240	345	416
세전손익	212	328	399
당기순이익	168	269	327
EPS(원)	5,299	8,502	9,845
증감률(%)	38.9	60.5	15.8
PER(배)	11.7	15.6	13.5
ROE(%)	14.7	20.1	19.5
PBR(배)	1.6	2.9	2.4
EV/EBITDA(배)	6.9	8.9	7.7

한국콜마 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	653.1	730.8	683.0	655.5	728.0	861.3	827.5	711.5	2,722.4	3,128.4	3,537.9
국내	274.3	328.1	322.0	268.3	343.0	430.4	433.9	320.3	1,192.8	1,527.7	1,820.1
해외	66.8	78.3	49.2	47.6	69.0	84.9	63.8	61.1	241.9	278.8	307.8
중국	36.5	49.9	31.8	32.9	47.3	57.9	35.0	34.5	151.1	174.7	187.0
북미	30.4	28.4	17.3	14.7	21.7	27.0	28.8	26.5	90.7	104.0	120.8
미국	21.7	18.3	8.1	6.7	13.4	17.8	19.4	17.4	54.8	68.0	83.5
캐나다	8.7	10.0	9.2	8.0	8.4	9.2	9.3	9.1	35.9	36.0	37.4
연우	63.7	70.7	61.8	56.7	62.4	91.1	67.1	60.0	252.9	280.6	289.0
이노엔	247.4	263.1	260.8	291.9	258.7	267.2	268.5	275.2	1,063.2	1,069.6	1,145.8
영업이익	59.9	73.5	58.3	47.8	78.9	110.3	94.7	61.3	239.6	345.1	416.4
%	9.2	10.1	8.5	7.3	10.8	12.8	11.4	8.6	8.8	11.0	11.8
국내	33.9	55.2	44.3	22.3	51.2	70.8	69.9	35.9	155.7	227.7	257.7
%	12.4	16.8	13.8	8.3	14.9	16.4	16.1	11.2	13.1	14.9	14.2
해외	3.3	6.2	(9.3)	(13.0)	(2.2)	3.4	(4.4)	(1.5)	(12.8)	(4.7)	2.9
중국	3.1	6.1	(1.6)	(1.6)	3.2	5.7	(1.1)	1.0	6.0	8.9	10.1
북미	0.2	0.1	(7.7)	(11.4)	(5.4)	(2.3)	(3.4)	(2.5)	(18.8)	(13.6)	(7.3)
미국	1.5	(0.2)	(6.4)	(8.3)	(3.7)	(1.4)	(2.1)	(1.5)	(13.4)	(8.8)	(4.0)
캐나다	(1.3)	0.3	(1.3)	(3.1)	(1.7)	(0.9)	(1.2)	(1.0)	(5.4)	(4.8)	(3.3)
연우	(0.1)	0.8	(0.2)	0.7	(0.3)	7.0	1.3	0.8	1.2	8.9	11.6
이노엔	25.4	19.5	25.9	40.1	33.2	30.0	31.4	36.4	110.9	131.0	159.6
지배순이익	13.2	34.9	31.8	45.1	45.2	62.8	49.0	43.7	125.1	200.7	232.4
%	2.0	4.8	4.7	6.9	6.2	7.3	5.9	6.1	4.6	6.4	6.6
<yoy>											
매출액	13.6	10.7	9.0	11.0	11.5	17.8	21.2	8.6	11.0	14.9	13.1
국내	10.7	10.5	17.9	11.2	25.1	31.2	34.8	19.4	12.6	28.1	19.1
해외	22.1	(1.5)	(22.4)	(18.9)	3.3	8.4	29.7	28.4	(5.6)	15.2	10.4
중국	(6.0)	(6.6)	(13.1)	9.9	29.7	15.9	10.0	5.0	(4.9)	15.6	7.0
북미	90.4	9.1	(35.1)	(48.9)	(28.5)	(4.8)	65.9	80.8	(6.8)	14.6	16.2
미국	210.5	37.2	(53.8)	(66.5)	(38.4)	(2.9)	140.0	160.0	(5.3)	24.1	22.7
캐나다	(3.0)	(20.7)	0.2	(8.5)	(3.8)	(8.3)	1.0	14.0	(9.1)	0.1	3.9
연우	(5.3)	(4.5)	(15.1)	(7.8)	(2.0)	28.9	8.5	5.8	(8.2)	11.0	3.0
이노엔	16.3	20.0	13.7	23.8	4.6	1.6	3.0	(5.7)	18.5	0.6	7.1
영업이익	84.8	2.4	7.0	36.2	31.6	50.1	62.3	28.1	23.6	44.1	20.7
국내	48.5	10.9	19.0	23.5	51.1	44.4	57.7	60.9	20.3	46.3	13.2
해외	흑전	38.4	(121.4)	(441.7)	적전	(45.4)	52.6	88.4	(160.6)	63.0	흑전
중국	72.2	(8.5)	적전	적지	3.2	(7.0)	적지	흑전	(24.6)	46.8	14.4
북미	흑전	흑전	적지	적지	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지
미국	흑전	적지	적지	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지
캐나다	적지	흑전	적지	적지	적지	적전	적지	적지	적지	적지	적지
연우	270.4	(33.3)	(116.7)	(170.0)	200.0	775.0	(770.9)	20.0	(12.6)	640.2	30.1
이노엔	47.0	(19.8)	16.4	64.5	30.8	53.6	21.3	(9.3)	25.7	18.1	21.8
지배순이익	17.6	133.3	38.6	16.7	(11.0)	(10.5)	(31.3)	451.6	38.9	60.5	15.8

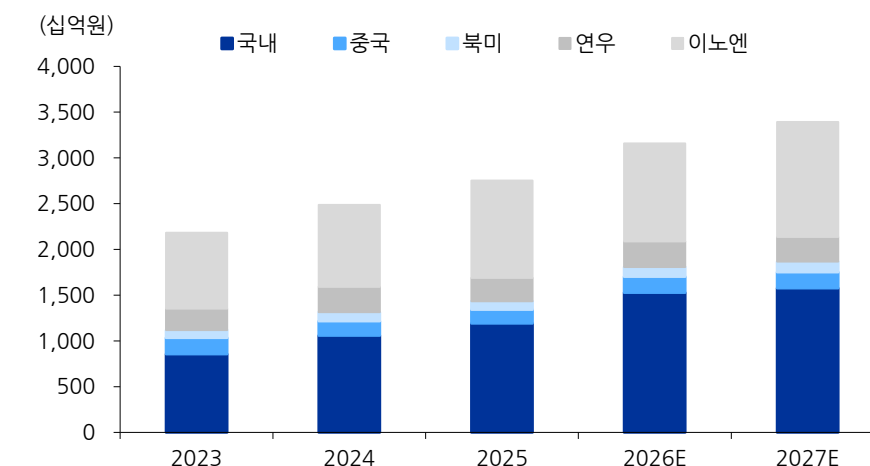
자료: 회사자료, 유진투자증권

연간 실적 추이 및 전망



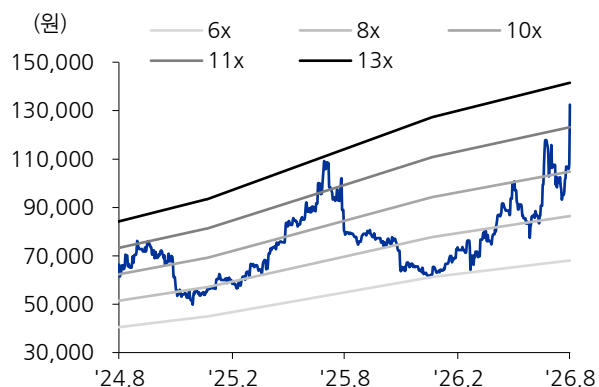
자료: 회사자료, 유진투자증권

지역별 매출액 추이



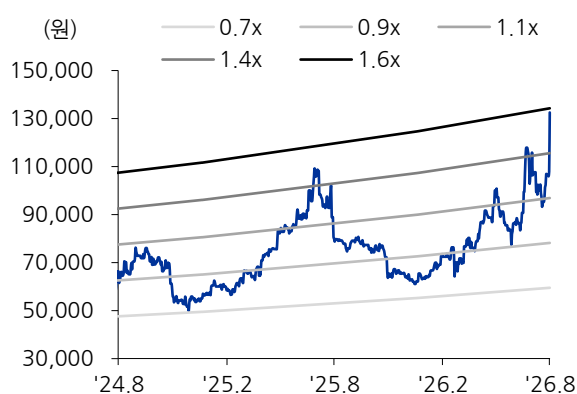
자료: 회사자료, 유진투자증권

PER BAND



자료: QuantiWise, 유진투자증권

PBR BAND



자료: QuantiWise, 유진투자증권

Valuation

(십억원, 천주, 원, %)	순이익	Target PER	계산	비고
영업가치	219			
화장품: 콜마, 연우	172	17	2,998	
의약품: 이노엔	47	20	957	
적정 시가총액			3,955	
주식 수			23,605	
적정주가 (원)			170,000	
현재주가 (원)			132,500	
상승여력 (%)			28.3	
Implied PER			14.3	
화장품 PER			18.2	

자료: 회사자료, 유진투자증권

Key Indicator

(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	822	1,358	1,379	1,322	1,586	1,866	2,156	2,452	2,722
영업이익	67	90	100	122	84	73	136	194	240
세전이익	62	55	45	222	67	17	34	140	212
순이익	49	37	34	161	44	-4	25	125	168
지배순이익	47	42	29	160	36	-22	5	90	125
EPS	2,239	1,893	1,270	7,004	1,565	-961	227	3,816	5,299
증감률(%)	43.1	-15.5	-32.9	451.6	-77.7	적전	흑전	1,581.7	38.9
PER	36.6	37.2	37.2	7.3	68.0	na	236.2	14.4	11.7
ROE	16.4	11.4	6.4	29.3	5.2	-3.3	0.8	12.5	14.7
PBR	5.7	3.6	2.3	1.9	3.6	1.5	1.9	1.6	1.6
EV/EBITDA	21.4	19.1	13.6	10.4	21.7	11.7	9.0	7.9	6.9
EBITDA	86	132	160	183	143	149	230	286	344
BPS	14,458	19,616	20,601	27,257	29,876	29,024	28,347	33,579	38,566
DPS	300	330	330	345	415	500	600	720	864
배당수익률	0.4	0.5	0.7	0.7	0.4	1.2	1.1	1.3	1.4
순차입금	115	949	1,093	747	577	770	835	952	917

자료: 회사자료, 유진투자증권

한국콜마(161890.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
자산총계	3,127	3,458	3,700	3,987	4,266
유동자산	859	1,010	1,302	1,557	1,841
현금성자산	199	316	477	629	840
매출채권	294	358	392	442	477
재고자산	328	325	422	476	513
비유동자산	2,268	2,448	2,398	2,430	2,425
투자자산	208	303	315	328	341
유형자산	811	902	820	819	781
기타	1,249	1,243	1,264	1,283	1,303
부채총계	1,621	1,790	1,857	1,933	1,981
유동부채	1,215	1,360	1,424	1,489	1,534
매입채무	360	435	499	563	608
유동성이자부채	799	864	864	864	864
기타	56	61	62	62	63
비유동부채	406	430	432	444	447
비유동이자부채	352	370	370	380	380
기타	54	61	63	65	67
자본총계	1,506	1,667	1,843	2,054	2,286
지배지분	793	910	1,086	1,297	1,529
자본금	12	12	12	12	12
자본잉여금	295	301	301	301	301
이익잉여금	488	593	773	984	1,215
기타	(2)	5	0	0	0
비지배지분	713	757	757	757	757
자본총계	1,506	1,667	1,843	2,054	2,286
총차입금	1,151	1,233	1,233	1,243	1,243
순차입금	952	917	756	614	403

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
영업현금	215	291	236	263	289
당기순이익	125	168	269	327	359
자산상각비	92	104	93	70	63
기타비현금성손익	103	98	(64)	(99)	(109)
운전자분증감	(40)	0	(67)	(40)	(28)
매출채권감소(증가)	40	(47)	(34)	(50)	(35)
재고자산감소(증가)	(53)	4	(97)	(54)	(38)
매입채무증가(감소)	(7)	44	64	63	45
기타	(20)	(1)	1	1	1
투자현금	(205)	(248)	(58)	(104)	(59)
단기투자자산감소	49	(27)	(4)	(4)	(4)
장기투자증권감소	14	(1)	(3)	(3)	(4)
설비투자	247	164	0	45	0
유형자산처분	2	2	0	0	0
무형자산처분	(13)	(15)	(44)	(44)	(44)
재무현금	(43)	40	(20)	(11)	(22)
차입금증가	25	63	0	10	0
자본증가	(19)	(23)	(20)	(21)	(22)
배당금지급	19	23	20	21	22
현금 증감	(29)	83	157	148	207
기초현금	171	142	225	382	530
기말현금	142	225	382	530	737
Gross Cash flow	320	371	302	302	317
Gross Investment	295	220	121	139	83
Free Cash Flow	25	151	181	163	234

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
매출액	2,452	2,722	3,128	3,538	3,829
증가율(%)	13.7	11.0	14.9	13.1	8.2
매출원가	1,753	1,931	2,215	2,506	2,715
매출총이익	699	791	914	1,031	1,115
판매 및 일반관리비	505	552	568	615	660
기타영업손익	14	9	3	8	7
영업이익	194	240	345	416	455
증가율(%)	42.4	23.6	44.1	20.7	9.2
EBITDA	286	344	438	486	518
증가율(%)	24.3	20.3	27.5	10.9	6.5
영업외손익	(54)	(28)	(17)	(17)	(17)
이자수익	8	7	8	10	11
이자비용	47	39	34	34	34
지분법손익	13	1	2	2	2
기타영업외손익	(28)	4	7	5	4
세전순이익	140	212	328	399	438
증가율(%)	307.1	51.5	55.0	21.7	9.6
법인세비용	14	44	59	72	79
당기순이익	125	168	269	327	359
증가율(%)	398.5	34.2	60.0	21.7	9.6
지배주주지분	90	125	201	232	254
증가율(%)	1,634.9	38.9	60.5	15.8	9.1
비지배지분	35	43	68	95	105
EPS(원)	3,816	5,299	8,502	9,845	10,746
증가율(%)	1,581.7	38.9	60.5	15.8	9.1
수정EPS(원)	3,816	5,299	8,502	9,845	10,746
증가율(%)	1,581.7	38.9	60.5	15.8	9.1

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
주당지표(원)					
EPS	3,816	5,299	8,502	9,845	10,746
BPS	33,579	38,566	46,014	54,959	64,755
DPS	720	864	900	950	1,000
밸류에이션(배, %)					
PER	14.4	11.7	15.6	13.5	12.3
PBR	1.6	1.6	2.9	2.4	2.0
EV/ EBITDA	7.9	6.9	8.9	7.7	6.8
배당수익율	1.3	1.4	0.7	0.7	0.8
PCR	4.1	4.0	10.3	10.3	9.9
수익성(%)					
영업이익율	7.9	8.8	11.0	11.8	11.9
EBITDA이익율	11.7	12.6	14.0	13.7	13.5
순이익율	5.1	6.2	8.6	9.3	9.4
ROE	12.5	14.7	20.1	19.5	18.0
ROIC	7.5	7.8	11.5	13.7	14.7
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	63.2	55.0	41.0	29.9	17.6
유동비율	70.7	74.2	91.4	104.6	120.0
이자보상배율	4.2	6.2	10.2	12.3	13.4
활동성 (회)					
총자산회전율	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
매출채권회전율	7.9	8.3	8.3	8.5	8.3
재고자산회전율	8.1	8.3	8.4	7.9	7.7
매입채무회전율	6.5	6.8	6.7	6.7	6.5

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	3%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	94%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2026.06.30 기준)

