

EARNINGS
REVIEW

한국콜마 (161890/KS)

ODM 대장주다운 호실적

화장품. 형권훈 / kh.hyung@sks.co.kr / 3773-9997

Signal: 2분기 영업이익 시장 컨센서스 16% 상회**Key:** 별도 법인 실적 고성장, 하반기에도 높은 성장세 지속될 것**Step:** 목표주가 상향, 매수 추천

매수(유지)

목표주가: 170,000 원(상향)

현재주가: 132,500 원

상승여력: 28.3%

STOCK DATA

주가(26/08/12)	132,500 원
KOSPI	6,579.04 pt
52 주 최고가	132,500 원
60 일 평균 거래대금	35 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	2,361 만주
시가총액	3,128 십억원
주요주주	
한국콜마홀딩스(외 22)	26.58%
국민연금공단	12.80%
외국인 지분율	39.82%

주가 및 상대수익률



2Q26 Review: 영업이익 시장 컨센서스 상회

동사의 2분기 실적은 매출액 8,613 억 원(+18% YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익 1,103 억 원(+50%, OPM13%) 기록해 영업이익 기준 시장 컨센서스를 16% 상회하는 호실적 기록했으며, 역대 분기 최대 매출액과 영업이익을 달성했다.

한국 법인 실적 초 강세

[별도] 매출액 4,304 억 원(+31%), 영업이익 708 억 원(+44%) 기록했는데, 매출 비중 상위 고객사인 스케일업 브랜드의 스킨케어와 썬 카테고리 중심으로 매출이 고 성장했다. 영업이익률은 탑라인 성장에 따른 영업 레버리지 효과로 1.5%p 개선되었다.

[미국] 매출액 178 억 원(-3%) 기록해 역 성장했으나, 기존에 색조 고객사 의존도가 높았던 것에 비해 글로벌 MNC 매출 비중이 크게 확대되며 체질이 개선되었다. [연우] 매출액 911 억 원(+29%), 영업이익 70 억 원(+62 억 원)의 호실적 기록했다.

하반기도 문제없다

하반기에도 별도 법인의 매출과 이익이 고성장해 전사 실적을 견인할 것이다. 썬 카테고리 계열성으로 2분기가 동사 실적의 피크라는 시장의 통념과 달리 기초 제품의 수주 상황이 매우 좋기 때문에, 3분기 별도 법인의 매출은 2분기와 유사한 4,318 억 원(+34%) 기록할 것이다. 중장기적으로는 내년 글로벌 MNC 고객사향 신규 SKU 프로젝트의 가시화도 기대해볼 만하다. 동사가 작년 4분기부터 생산중인 제품에 대한 고객사와 최종 고객들의 피드백이 긍정적인 것으로 파악하며, 내년 해당 고객사의 럭셔리, 매스 부문에서 더 많은 프로젝트가 진행될 전망이다. 실적 성장 모멘텀뿐만 아니라 명실상부 글로벌 ODM 으로 성장 중이라는 내러티브가 더해져 투자 매력도가 충분하다. '26 년과 '27 년 이익 추정치를 상향했고, 과거 '24-'25 년 주가 상승 주기의 상단 12MF PER 인 18 배를 적정 멀티플로 적용해 목표주가를 170,000 원으로 상향한다.

추정치 변경 및 컨센서스 비교

	26년 2분기					26년 연간실적				
	실적 확정치	SK 증권 추정치	차이(%)	컨센서스	차이(%)	신규 추정치	이전 추정치	차이(%)	컨센서스	차이(%)
매출액(십억원)	861	821	4.9	828	4.0	3,173	3,057	3.8	3,078	3.1
영업이익(십억원)	110	95	16.1	95	16.1	339	321	5.6	315	7.6
지배주주순이익(십억원)	63	52	20.2	55	14.2	197	176	11.7	174	13
영업이익률(%)	12.8	11.6	-	11.5	-	10.7	10.5	-	10.2	-
지배주주순이익률(%)	7.3	6.4	-	6.6	-	6.2	5.8	-	5.7	-

자료: SK 증권

한국콜마 부문별 실적 추정치									(단위: 십억 원, %)			
	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26E	4Q26E	'24	'25	'26E	'27E
매출액	653	731	683	655	728	861	841	743	2,452	2,722	3,173	3,503
한국콜마 별도	274	328	322	268	343	430	432	336	1,060	1,193	1,541	1,726
HK 이노엔	247	263	261	292	259	267	276	287	897	1,063	1,089	1,165
해외법인	72	78	49	48	69	85	63	62	256	247	279	317
중국	42	50	32	33	47	58	35	35	159	156	175	184
북미	30	28	17	15	22	27	28	27	97	91	104	133
연우	64	71	62	55	62	91	79	66	275	251	299	329
영업이익	60	73	58	48	79	110	96	60	194	240	339	399
/OPM	9	10	9	7	11	13	11	8	8	9	11	11
한국콜마 별도	34	49	44	22	51	71	68	33	122	150	220	249
HK 이노엔	25	20	26	30	33	30	31	33	88	101	128	144
기타 자회사	2	4	-12	-5	-6	10	-3	-6	-18	-11	-9	6

자료: 한국콜마, SK 증권

한국콜마 목표주가 산정 로직

항목	단위	구분	값	산식
12MF 지배주주순이익	십억 원	(A)	223	
유통주식수	주	(B)	23,605,077	
12MF EPS	원	(C)	9,454	(A)/(B)
Target 멀티플	배	(D)	18.0	24, '25년 상승 주기 상단
목표주가	원	(E)	170,000	(C)*(D)
현재 주가	원	(F)	132,500	
주가 상승여력	%	(G)	28.3%	(E)/(F) - 1

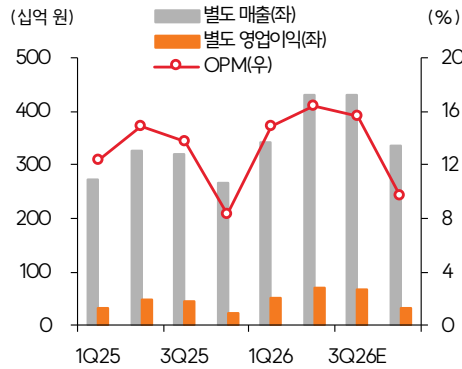
자료: SK 증권

한국콜마 수정주가 및 12MF PER 밴드



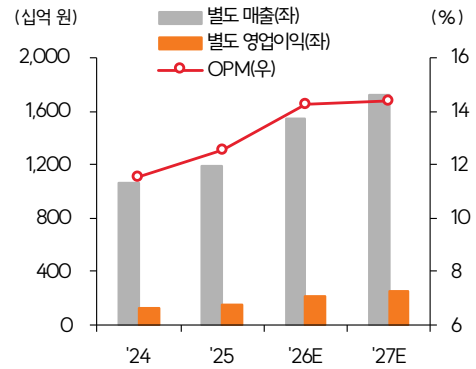
자료: Quantiwise, SK 증권

별도법인 분기 실적 추이 및 추정치



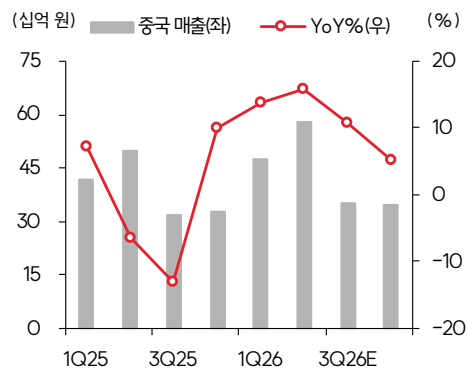
자료: 한국콜마, SK 증권

별도법인 연간 실적 추이 및 추정치



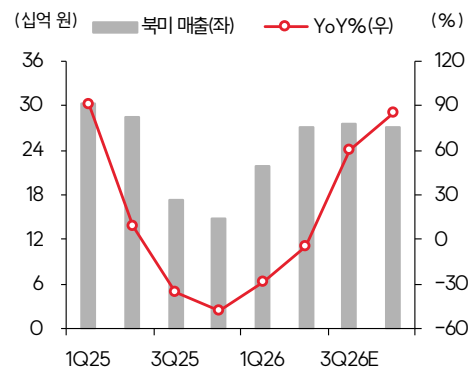
자료: 한국콜마, SK 증권

중국 분기 매출 추이 및 추정치



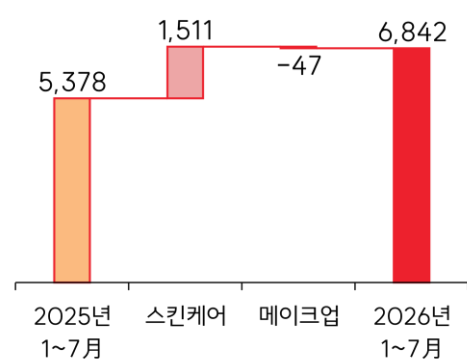
자료: 한국콜마, SK 증권

북미 분기 매출 추이 및 추정치



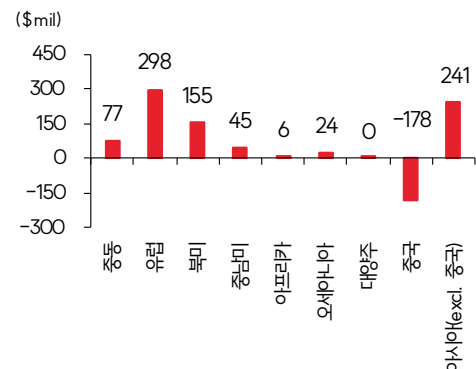
자료: 한국콜마, SK 증권

스킨케어 중심으로 화장품 수출 고성장



자료: TRASS, SK 증권

유럽과 북미 지역이 수출 성장을 견인



자료: TRASS, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	859	1,010	1,436	1,727	1,876
현금및현금성자산	142	225	346	392	434
매출채권 및 기타채권	294	358	418	461	498
재고자산	328	325	379	418	452
비유동자산	2,268	2,448	2,529	2,666	2,789
장기금융자산	66	149	197	226	251
유형자산	811	902	910	1,020	1,119
무형자산	1,249	1,243	1,240	1,237	1,235
자산총계	3,127	3,458	3,965	4,394	4,665
유동부채	1,215	1,360	1,585	1,740	1,702
단기금융부채	799	864	1,007	1,101	1,012
매입채무 및 기타채무	246	294	342	378	408
단기충당부채	1	1	1	1	1
비유동부채	406	430	488	491	485
장기금융부채	352	370	431	428	416
장기매입채무 및 기타채무	7	11	13	15	16
장기충당부채	4	3	4	4	5
부채총계	1,621	1,790	2,073	2,231	2,187
지배주주지분	793	910	1,080	1,290	1,537
자본금	12	12	12	12	12
자본잉여금	295	301	301	301	301
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	488	593	769	985	1,232
비지배주주지분	713	757	812	872	941
자본총계	1,506	1,667	1,892	2,163	2,477
부채와자본총계	3,127	3,458	3,965	4,394	4,665

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동현금흐름	215	291	184	240	419
당기순이익(손실)	125	168	252	300	342
비현금성항목등	195	203	193	215	233
유형자산감가상각비	69	81	82	90	101
무형자산상각비	23	24	23	23	23
기타	103	98	88	102	109
운전자본감소(증가)	-40	0	-169	-170	-42
매출채권및기타채권의감소(증가)	40	-47	-59	-43	-37
재고자산의감소(증가)	-53	4	-54	-39	-34
매입채무및기타채무의증가(감소)	-7	44	49	36	31
기타	-89	-122	-154	-180	-199
법인세납부	-25	-42	-63	-75	-85
투자활동현금흐름	-205	-248	-259	-290	-279
금융자산의감소(증가)	49	-27	-64	-33	-29
유형자산의감소(증가)	-245	-162	-90	-200	-200
무형자산의감소(증가)	-13	-15	-20	-20	-20
기타	4	-43	-84	-37	-30
재무활동현금흐름	-43	40	184	68	-127
단기금융부채의증가(감소)	3	-15	143	94	-89
장기금융부채의증가(감소)	22	78	61	-3	-12
자본의증가(감소)	33	6	0	0	0
배당금지급	-19	-23	-20	-24	-26
기타	-81	-6	0	-0	0
현금의 증가(감소)	-29	83	120	46	42
기초현금	171	142	225	346	392
기말현금	142	225	346	392	434
FCF	-30	129	94	40	219

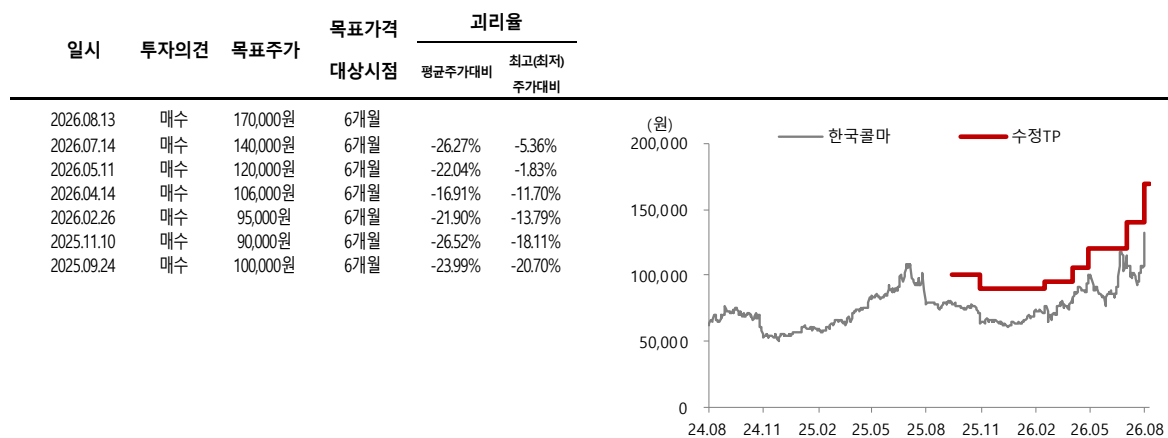
자료 : 한국콜마, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	2,452	2,722	3,173	3,503	3,787
매출원가	1,753	1,931	2,262	2,479	2,672
매출총이익	699	791	911	1,025	1,115
매출총이익률(%)	28.5	29.1	28.7	29.3	29.4
판매비와 관리비	505	552	573	626	666
영업이익	194	240	339	399	449
영업이익률(%)	7.9	8.8	10.7	11.4	11.9
비영업손익	-54	-28	-24	-24	-22
순금융손익	-40	-32	-28	-30	-28
외환관련손익	15	-1	3	3	3
관계기업등 투자손익	12	1	5	6	4
세전계속사업이익	140	212	315	375	427
세전계속사업이익률(%)	5.7	7.8	9.9	10.7	11.3
계속사업법인세	14	44	63	75	85
계속사업이익	125	168	252	300	342
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	125	168	252	300	342
순이익률(%)	5.1	6.2	7.9	8.6	9.0
지배주주	90	125	197	240	273
지배주주귀속 순이익률(%)	3.7	4.6	6.2	6.8	7.2
비지배주주	35	43	55	60	68
총포괄이익	105	178	245	294	341
지배주주	75	128	177	212	246
비지배주주	30	50	68	82	95
EBITDA	286	344	444	512	573

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
성장성 (%)					
매출액	13.7	11.0	16.6	10.4	8.1
영업이익	42.4	23.6	41.3	17.7	12.6
세전계속사업이익	307.1	51.5	48.8	19.0	13.9
EBITDA	24.3	20.3	29.0	15.3	12.0
EPS	1,581.7	38.9	57.2	22.0	13.9
수익성 (%)					
ROA	4.1	5.1	6.8	7.2	7.5
ROE	12.5	14.7	19.8	20.2	19.3
EBITDA마진	11.7	12.6	14.0	14.6	15.1
안정성 (%)					
유동비율	70.7	74.2	90.6	99.3	110.2
부채비율	107.7	107.4	109.6	103.2	88.3
순차입금/자기자본	62.5	55.0	51.7	46.9	34.8
EBITDA/이자비용(배)	6.1	8.9	11.1	11.5	12.9
배당성향	18.9	16.3	12.0	10.8	9.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,816	5,299	8,329	10,165	11,576
BPS	33,579	38,566	45,737	54,661	65,096
CFPS	7,712	9,710	12,773	14,953	16,824
주당 현금배당금	720	864	1,000	1,100	1,100
Valuation지표 (배)					
PER	14.4	11.7	13.0	10.6	9.3
PBR	1.6	1.6	2.4	2.0	1.7
PCR	7.1	6.4	8.4	7.2	6.4
EV/EBITDA	10.3	9.1	9.7	8.6	7.5
배당수익률	1.3	1.4	0.9	1.0	1.0



COMPLIANCE NOTICE

작성자(형권훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2026년 08월 13일 기준)

매수 93.84% 중립 6.16% 매도 0.00%