

한국콜마(161890.KS)

매수(유지)

선케어가 만든 압도적인 수익성

화장품 담당 이교석

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

현재 주가(8/12) 132,500원
 목표주가(12M, 상향) 160,000원

Valuation Indicator

	25A	26F	27F
PER(배)	11.7	16.0	12.5
PBR(배)	1.6	2.9	2.4
EV/EBITDA(배)	9.1	10.5	8.9
ROE(%)	14.7	19.7	21.2
DPS(원)	864	1,243	1,588

Key Data

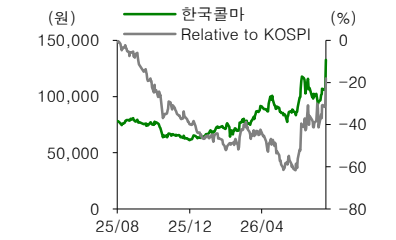
(기준일: 2026. 8. 12)

KOSPI(pt)	6579.04
KOSDAQ(pt)	858.91
액면가(원)	500
시가총액(억원)	31,277
발행주식수(천주)	23,605
평균거래량(3M, 주)	336,443
평균거래대금(3M, 백만원)	34,963
52주 최고/최저	132,500 / 61,100
52주 일간Beta	0.3
배당수익률(26F, %)	0.9
외국인지분율(%)	39.8
주요주주 지분율(%)	
한국콜마홀딩스 외 22 인	26.6 %
국민연금공단	12.8 %

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	24.4	32.4	83.0	65.6
KOSPI대비 상대수익률	41.4	53.8	53.6	-19.7

Company vs KOSPI composite



분석의 기본 가정

- 이란 사태로 인한 원재료 가격 상승 영향은 고객사에 전가

별도 법인과 자회사 연우가 견인한 2분기 실적

- 2026년 2분기 별도 매출액은 전년 동기 대비 31% 증가한 4,304억원, 별도 영업이익은 44% 증가한 708억원, 영업이익률은 16.4%로 역대 최고치를 기록함. 인디 브랜드와 글로벌 MNC를 포함한 고객사 전반의 발주가 증가한 영향임. 특히, 유럽향 수출에 주력하고 있는 선케어 스케일업 브랜드사의 수요가 가파르게 늘어나고 있으며 2분기 별도 매출 내 선케어 비중은 35%까지 확대됨. 단일 제품 대량 생산이 가능한 선케어 매출 확대는 별도 수익성 기대치를 점차 높여가고 있음. 동사는 현재 글로벌 3위 선케어 생산 업체로 추정되며 한국 선케어 제품의 글로벌 확장에 가장 큰 기여를 하고 있음. 글로벌 선케어 시장 내 동사 제조 제품의 지배력 확대는 지속될 것으로 전망함.
- 2분기 자회사 연우의 매출액은 전년 동기 대비 29% 증가한 911억원, 영업이익은 70억원으로 흑자전환에 성공함. 그동안 인디 브랜드사들의 튜브 용기 선호도가 높아 펌프 용기에 강점을 지니고 있는 연우의 실적이 부진해 왔음. 브랜드 경쟁 심화 속에서 용기 차별화를 통해 경쟁력을 확보하고자 하는 고객사 많아지며 펌프 용기 수요가 늘어나고 있는 상황임. 아쉬운 실적을 지속해 온 연우의 턴어라운드엔 연결 실적 성장에 적극 기여할 것으로 예상함.

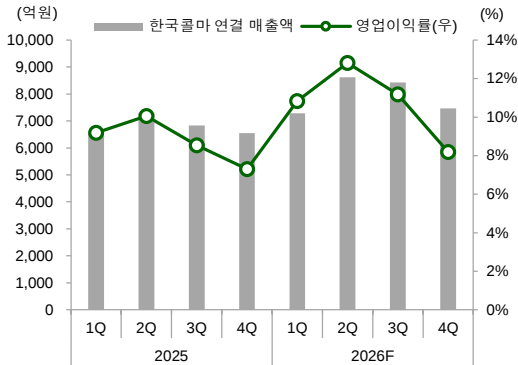
계절성을 이겨낸 성장이 기대되는 3분기

- 2분기 중국 법인 매출액은 전년 동기 대비 16% 증가한 579억원, 영업이익은 6% 감소한 57억원을 기록함. 선케어 비중은 33%까지 확대되며 제품 믹스가 개선되었으나 색조 카테고리 내 저마진 고객사 수주 증가로 인해 원가 부담이 심화됨. 미국 법인 매출액은 3% 감소한 178억원, 영업이익자 14억원을 기록함. 최대 고객사 발주량 축소로 인해 역성장을 기록했으나 해당 브랜드사 매출 비중이 약 50%까지 감소한 점이 긍정적임. 고객사 다변화와 함께 3분기부터 낮아지는 전년도 기저 영향으로 하반기 미국 법인 매출액은 세 자릿수 성장률을 지속할 것으로 전망함.
- 2026년 3분기 지역별 매출 가이드는 별도 법인 4,300억원 내외, 중국 350억원, 미국 100억원 후반, 캐나다 90억원, 연우 800억원을 제시함. 동사 별도 법인은 경쟁사 대비 선케어 비중이 높아 2분기가 계절적 성수기임에도 3분기 매출을 전 분기와 유사하거나 소폭 성장까지 가능한 수준으로 전망한 점이 고무적임. 이는 주요 스킨케어 고객사들의 4분기 블랙 프라이데이 행사 물량 준비를 위한 발주 확대를 반영한 수치로 추정됨. 특히, 2026년 상반기에 미국 아마존 랭킹 Top 100에 새롭게 진입한 브랜드사의 히트 제품을 수주하고 있는 점이 기대 요인으로 작용함.

투자의견 매수 및 목표주가 160,000원으로 상향

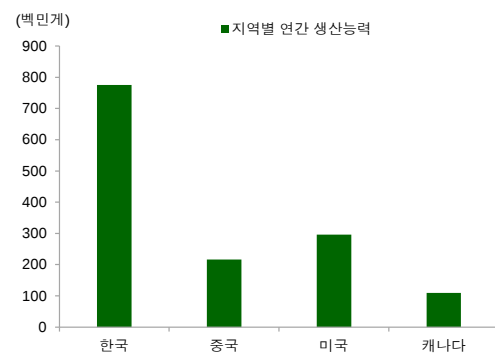
- 목표주가는 12개월 선행 추정 화장품 사업 지배순이익 1,976억원에 글로벌 피어 그룹 선행 PER을 10% 할증한 17.6배를 적용한 사업가치와 40% 할인을 적용한 HK이노엔 지분가치를 합산하여 산출함. 선행에 기술력을 기반으로 경쟁 업체를 크게 상회하는 한국 법인 영업이익률을 기록하는 점과 매출 성장 가속화 트렌드를 반영해 지배순이익 추정치를 상향 조정하며 목표주가를 140,000원에서 160,000원으로 기존 대비 14% 상향함.

도표 1. 한국콜마 연결 실적 추이 및 전망



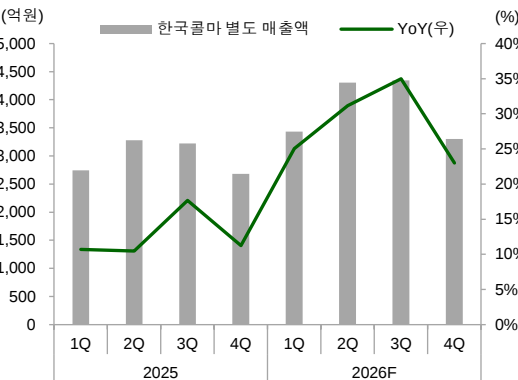
자료: 한국콜마, 신영증권 리서치센터 추정

도표 2. 한국콜마 연간 생산능력 현황



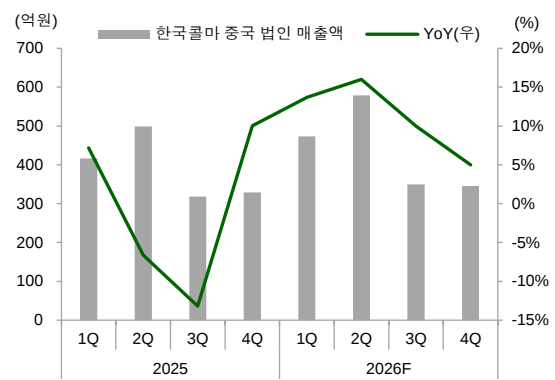
자료: 한국콜마, 신영증권 리서치센터 / 2026년 6월 기준

도표 3. 한국콜마 별도 법인 매출액 추이 및 전망



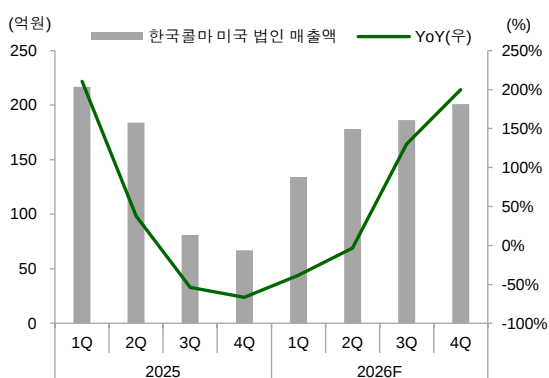
자료: 한국콜마, 신영증권 리서치센터 추정

도표 4. 한국콜마 중국 법인 매출액 추이 및 전망



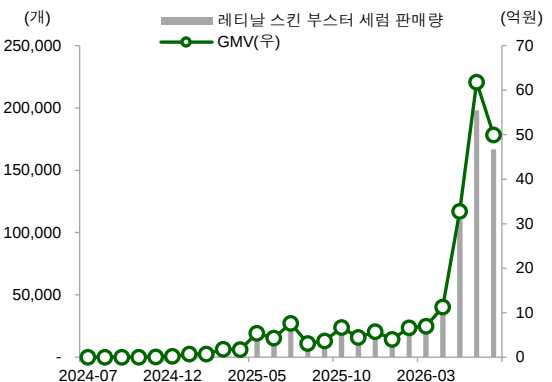
자료: 한국콜마, 신영증권 리서치센터 추정

도표 5. 한국콜마 미국 법인 매출액 추이 및 전망



자료: 한국콜마, 신영증권 리서치센터 추정

도표 6. 메디테라피 레티날 스킨 부스터 세럼 미국 아마존 월별 판매 추이



자료: Jungle Scout, 신영증권 리서치센터 / 한국콜마 제조주: 월별 평균 환율 적용

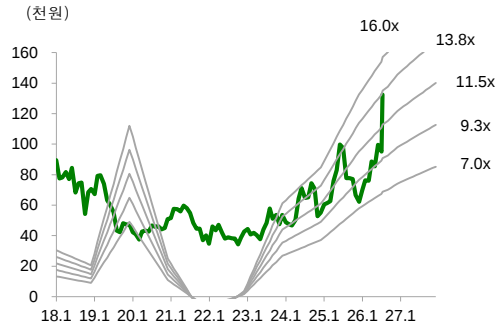
도표 7. 한국콜마 실적 추이 및 전망

(단위 :억원)

구분	2025				2026F				연간		
	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A	1Q26A	2Q26P	3Q26F	4Q26F	2025A	2026F	2027F
매출액	6,531	7,308	6,830	6,555	7,280	8,613	8,424	7,461	27,224	31,778	35,488
매출원가	4,628	5,203	4,877	4,601	5,202	6,120	5,998	5,297	19,310	22,618	25,186
매출원가율(%)	70.9%	71.2%	71.4%	70.2%	71.5%	71.1%	71.2%	71.0%	70.9%	71.2%	71.0%
매출총이익	1,903	2,105	1,953	1,953	2,078	2,493	2,426	2,164	7,914	9,161	10,302
매출총이익률(%)	29.1%	28.8%	28.6%	29.8%	28.5%	28.9%	28.8%	29.0%	29.1%	28.8%	29.0%
판매비와관리비	1,303	1,371	1,370	1,475	1,289	1,390	1,485	1,553	5,519	5,717	6,156
판매비율(%)	20.0%	18.8%	20.1%	22.5%	17.7%	16.1%	17.6%	20.8%	20.3%	18.0%	17.3%
영업이익	599	735	583	478	789	1,103	941	611	2,396	3,444	4,146
영업이익률(%)	9.2%	10.1%	8.5%	7.3%	10.8%	12.8%	11.2%	8.2%	8.8%	10.8%	11.7%
세전이익	324	540	542	711	778	976	835	618	2,117	3,207	3,974
지배순이익	132	349	318	451	452	628	517	359	1,251	1,956	2,499
지배순이익률(%)	2.0%	4.8%	4.7%	6.9%	6.2%	7.3%	6.1%	4.8%	4.6%	6.2%	7.0%
YoY											
매출액	14%	11%	9%	11%	11%	18%	23%	14%	11.0%	16.7%	11.7%
매출총이익	18%	9%	10%	17%	9%	18%	24%	11%	13%	16%	12%
판매비와관리비	2%	12%	12%	11%	-1%	1%	8%	5%	9%	4%	8%
영업이익	85%	2%	7%	36%	32%	50%	61%	28%	24%	44%	20%
지배순이익	109%	0%	107%	35%	241%	80%	63%	-20%	39%	56%	28%
지역/자회사 매출액											
별도	2,743	3,281	3,220	2,683	3,430	4,304	4,347	3,300	11,928	15,381	17,612
해외	722	785	493	478	693	843	631	631	2,478	2,799	3,330
중국	416	499	318	329	473	579	350	345	1,562	1,747	1,852
북미	304	284	173	147	218	262	279	283	908	1,043	1,469
연우	637	707	618	547	624	911	803	657	2,509	2,995	3,295
HK이노엔	2,474	2,631	2,608	2,919	2,587	2,672	2,752	2,958	10,632	10,969	11,701
연결조정 및 기타	-44	-96	-109	-72	-55	-117	-109	-85	-321	-366	-449
지역/자회사 YoY(%)											
별도	11%	10%	18%	11%	25%	31%	35%	23%	13%	29%	15%
해외	31%	-1%	-22%	-19%	-4%	7%	28%	32%	-4%	13%	19%
중국	7%	-7%	-13%	10%	14%	16%	10%	5%	-2%	12%	6%
북미	90%	9%	-35%	-49%	-28%	-8%	61%	93%	-7%	15%	41%
연우	-5%	-4%	-15%	-11%	-2%	29%	30%	20%	-9%	19%	10%
HK이노엔	16%	20%	14%	24%	5%	2%	6%	1%	19%	3%	7%
지역/자회사 비중(%)											
별도	42%	45%	47%	41%	47%	50%	52%	44%	44%	48%	50%
해외	11%	11%	7%	7%	10%	10%	7%	8%	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%	11%	10%	9%	9%	9%	9%
HK이노엔	38%	36%	38%	45%	36%	31%	33%	40%	39%	35%	33%
지역/자회사 영업이익											
별도	339	490	443	223	512	708			1,495		
해외	33	62	-93	-130	-22	34			-127		
중국	31	61	-16	-16	32	57			61		
북미	2	1	-77	-114	-54	-23			-188		
연우	-10	8	-2	8	-3	70			4		
HK이노엔	254	195	259	401	332	300			1,109		
지역/자회사 영업이익률											
별도	12.4%	14.9%	13.8%	8.3%	14.9%	16.4%			12.5%		
해외	4.6%	8.0%	-18.9%	-27.2%	-3.2%	4.0%			-5.1%		
중국	7.5%	12.3%	-5.0%	-4.9%	6.8%	9.8%			3.9%		
북미	0.7%	0.4%	-44.5%	-77.6%	-24.8%	-8.8%			-20.7%		
연우	-1.6%	1.1%	-0.3%	1.5%	-0.5%	7.7%			0.2%		
HK이노엔	10.3%	7.4%	9.9%	13.7%	12.8%	11.2%			10.4%		

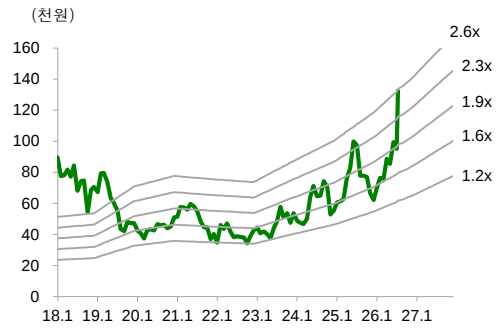
자료 : 한국콜마, 신영증권 리서치센터 추정

도표 8. 한국콜마 12개월 선행 PER BAND



자료: FnGuide, 신영증권 리서치센터

도표 9. 한국콜마 12개월 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	31,199	31,778	+2%	30,776	35,378	35,488	+0%	33,995
영업이익	3,295	3,444	+5%	3,154	3,929	4,146	+6%	3,673
영업이익률(%)	10.6%	10.8%	+0.2%p	10.2%	11.1%	11.7%	+0.6%p	10.8%
지배순이익	1,900	1,956	+3%	1,744	2,389	2,499	+5%	2,075
지배순이익률(%)	6.1%	6.2%	+0.1%p	5.7%	6.8%	7.0%	+0.2%p	6.1%

자료 : 신영증권 리서치센터

도표 11. 한국콜마 목표주가 산출

구분	내용	비고
화장품 지배순이익(억원)	1,976	12개월 선행 추정 지배순이익(HK이노엔 제외)
화장품 Target PER(배)	17.6	글로벌 피어 그룹 선행 PER 10% 할증
화장품 사업 가치	34,773	
HK이노엔 시가총액	11,969	
지분율	43.01%	한국콜마가 보유한 HK이노엔 지분율
할인율	40%	할인율 반영
HK이노엔 지분 가치	3,089	
적정 시가 총액(억원)	37,862	
상장주식수(천주)	23,605	
적정 주가(원)	160,397	
목표주가(원)	160,000	목표주가 기존 대비 14% 상향(한국 법인과 자회사 연우의 수익성 개선을 반영해 화장품 사업 지배순이익 추정치 상향 조정)
현재주가(원)	132,500	2026.08.12 종가 기준
상승여력	20.8%	

자료 : 신영증권 리서치센터

한국콜마(161890.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	24,521	27,224	31,778	35,488	38,610
증가율(%)	13.7	11.0	16.7	11.7	8.8
매출원가	17,531	19,310	22,618	25,186	27,403
원가율(%)	71.5	70.9	71.2	71.0	71.0
매출총이익	6,989	7,914	9,161	10,302	11,207
매출총이익률(%)	28.5	29.1	28.8	29.0	29.0
판매비와 관리비 등	5,051	5,519	5,717	6,156	6,426
판매비율(%)	20.6	20.3	18.0	17.3	16.6
영업이익	1,939	2,396	3,444	4,146	4,782
증가율(%)	42.5	23.6	43.7	20.4	15.3
영업이익률(%)	7.9	8.8	10.8	11.7	12.4
EBITDA	2,858	3,437	4,494	5,208	5,853
EBITDA마진(%)	11.7	12.6	14.1	14.7	15.2
순금융손익	-240	-261	-170	-196	-235
이자손익	-398	-321	-353	-356	-337
외화관련손익	153	-8	109	45	49
기타영업외손익	-423	-24	-108	-33	19
종속및관계기업 관련손익	122	6	42	57	35
법인세차감전계속사업이익	1,398	2,117	3,207	3,974	4,601
계속사업손익법인세비용	144	435	752	874	1,012
세후종단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,253	1,682	2,455	3,100	3,588
증가율(%)	399.2	34.2	46.0	26.3	15.7
순이익률(%)	5.1	6.2	7.7	8.7	9.3
지배주주지분 당기순이익	901	1,251	1,956	2,499	2,875
증가율(%)	1,632.7	38.8	56.4	27.8	15.0
기타포괄이익	-199	97	-15	-15	-15
총포괄이익	1,055	1,780	2,441	3,085	3,574

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	12,475	15,863	19,729
현금및현금성자산	1,419	2,253	2,886	3,630	3,156
매출채권 및 기타채권	2,945	3,583	4,221	5,543	8,111
재고자산	3,277	3,248	3,808	4,253	4,627
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 금융업 자산	0	0	0	0	0
자산총계	31,267	34,578	37,234	40,674	44,582
유동부채	12,150	13,601	14,110	14,840	15,606
단기차입금	6,668	6,392	6,392	6,392	6,392
매입채무및기타채무	3,604	4,354	4,863	5,593	6,359
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 금융업 부채	0	0	0	0	0
부채총계	16,210	17,904	18,414	19,143	19,909
지배주주지분	7,926	9,104	10,751	12,860	15,289
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	7,589	9,713	12,157
비지배주주지분	7,131	7,570	8,070	8,670	9,384
총자산총계	15,057	16,673	18,821	21,531	24,673
총차입금	11,510	12,333	12,333	12,333	12,333
순차입금	9,377	9,027	7,993	6,392	5,501

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	2,154	2,914	2,713	3,082	2,409
당기순이익	1,253	1,682	2,455	3,100	3,588
현금유출이없는비용및수익	1,948	2,026	2,149	2,352	2,436
유형자산감가상각비	693	806	815	856	891
무형자산상각비	227	236	236	206	181
영업활동관련자산부채변동	-404	1	-786	-1,139	-2,266
매출채권의감소(증가)	398	-472	-638	-1,321	-2,568
재고자산의감소(증가)	-532	35	-560	-445	-374
매입채무의증가(감소)	-70	445	509	730	766
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	-424	-506
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	85	14	58
현금의 증가	-290	834	633	744	-474
기초현금	1,708	1,419	2,253	2,886	3,630
기말현금	1,419	2,253	2,886	3,630	3,156

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Per Share (원)					
EPS	3,830	5,299	8,285	10,587	12,178
BPS	33,579	38,566	45,546	54,481	64,769
DPS	720	864	1,243	1,588	1,827
Multiples (배)					
PER	14.4	11.7	16.0	12.5	10.9
PBR	1.6	1.6	2.9	2.4	2.0
EV/EBITDA	10.3	9.1	10.5	8.9	7.9
Financial Ratio					
12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	1588.1%	38.3%	56.4%	27.8%	15.0%
EBITDA(발표기준) 증가율	24.3%	20.3%	30.8%	15.9%	12.4%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	8.6%	10.6%	13.8%	15.4%	15.5%
ROE(지배순이익 기준)	12.5%	14.7%	19.7%	21.2%	20.4%
ROIC	6.1%	7.8%	10.7%	12.5%	13.6%
WACC	4.9%	4.4%	5.0%	5.0%	5.0%
안전성(%)					
부채비율	107.7%	107.4%	97.8%	88.9%	80.7%
순차입금비율	62.3%	54.1%	42.5%	29.7%	22.3%
이자보상배율	4.2	6.2	8.2	9.8	11.8

Compliance Notice

■ 투자등급

- 종목** **매수** : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
중립 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 $\pm 10\%$ 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
중립 : 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, 기관투자자 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 소제에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자 의견 비율 고지]

당사의 투자 의견 비율			
기준일 (20260630)	매수 : 90.45%	중립 : 9.55%	매도 : 0%

[당사와의 이해관계 고지]

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

