

한국콜마 (161890/KS)

업황 강세에 글로벌 MNC 모멘텀까지

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

Signal: 3분기 실적 강세는 상수. 별도 법인 중심의 매출 고성장 전망**Key:** 글로벌 MNC 수주 확대로 중장기 추가 성장 모멘텀 확보**Step:** 목표주가 180,000 원으로 상향, 업종 Top-pick 관점 유지

매수(유지)

목표주가: 180,000 원(상향)

현재주가: 145,800 원

상승여력: 23.5%

STOCK DATA

주가(26/09/04)	145,800 원
KOSPI	6,687.21 pt
52주 최고가	161,700 원
60일 평균 거래대금	47 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	2,361 만주
시가총액	3,442 십억원
주요주주	
한국콜마홀딩스(외 22)	26.57%
국민연금공단	12.80%
외국인 지분율	40.11%

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2026E	2027E	2028E
매출액	십억원	3,173	3,503	3,787
영업이익	십억원	339	399	449
순이익(지배주주)	십억원	187	222	253
EPS	원	7,919	9,409	10,724
PER	배	18.4	15.5	13.6
PBR	배	3.2	2.7	2.3
EV/EBITDA	배	11.7	10.4	9.2
ROE	%	18.9	19.0	18.4
배당성향	%	12.6	11.7	10.3

수출 강세에 글로벌 브랜드의 수주까지 더해진다

ODM의 선케어 성수기가 2분기임에도 스킨케어 매출 강세로 3분기 별도법인의 매출이 2분기를 상회할 것이다. 신규 SKU보다는 기존 SKU의 Q 성장으로 매출이 성장하고 있어 영업 레버리지 효과가 나오는 구간이다. 내년에 글로벌 브랜드향 수주가 확대될 것으로 전망하는데, 매출의 추가 성장 동력이 될 것이며, 멀티플 측면에서는 과거 밸류에이션 상단을 넘어서는 리레이팅을 고려해볼 만한 모멘텀이다.

한국 법인 실적 초 강세

3분기 국내법인 매출액 +34% YoY(이하 YoY 생략) 성장할 것으로 전망해 전사 실적을 견인할 것이다. ODM 기준 선케어 성수기가 2분기임에도 스킨케어 매출이 높은 성장을 보임에 따라 3분기 매출액이 2분기를 넘어설 것으로 본다. 7, 8월의 한국 화장품 수출액도 2분기 평균을 넘어서고 있다. 조업일수가 2분기 대비 5일 부족한 문제는 노후설비 교체를 통한 생산성 향상과 일부 추가 근무를 통해 대응이 가능하다. 영업이익률은 2분기 대비 소폭 감소한 15.7%로 전망하는데, 고마진 카테고리인 선케어 비중이 3분기에 감소하는 효과와 조업일수 부족을 메우기 위한 추가 근무 비용을 고려했다.

멀티플 추가 리레이팅이 타당

한국콜마의 현재 주가는 12MFPER 15배 수준이다. '24-'25년 멀티플 밴드 상단인 18배 부근이기에 밸류에이션 부담이 증가한 것은 맞지만, 당사는 추가적인 멀티플 확장이 가능하다고 본다. 글로벌 MNC 향 수주가 중장기적으로 증가할 것이기 때문이다. 당사는 글로벌 MNC 고객사의 럭셔리 브랜드 제품 생산 프로젝트를 성공적으로 진행시켰으며, 이를 레퍼런스 삼아 내년에는 해당 브랜드향 SKU와 글로벌 고객사의 수가 증가할 전망이다. 이미 탑 고객사인 글로벌 MNC의 내년 예상되는 물량 확대 효과만 해도 별도 법인 매출의 약 2~3% 성장 요인이 될 것이다. 한국 화장품의 수출 강세에 더해 추가적인 성장 모멘텀의 가시성이 높아진 만큼, 과거 밸류에이션 상단에 10% 할증한 20배를 Target PER로 제시하며, 목표주가를 180,000 원으로 상향한다.

한국콜마 부문별 실적 추정치									(단위: 십억 원, %)		
	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	'25	'26E	'27E
매출액	653	731	683	655	728	861	841	743	2,722	3,173	3,503
한국콜마 별도	274	328	322	268	343	430	432	336	1,193	1,541	1,726
HK 이노엔	247	263	261	292	259	267	276	287	1,063	1,089	1,165
해외법인	72	78	49	48	69	85	63	62	247	279	317
중국	42	50	32	33	47	58	35	35	156	175	184
북미	30	28	17	15	22	27	28	27	91	104	133
연우	64	71	62	55	62	91	79	66	251	299	329
영업이익	60	73	58	48	79	110	96	60	240	339	399
/OPM	9	10	9	7	11	13	11	8	9	11	11
한국콜마 별도	34	49	44	22	51	71	68	33	150	220	249
HK 이노엔	25	20	26	30	33	30	31	33	101	128	144
기타 자회사	2	4	-12	-5	-6	10	-3	-6	-11	-9	6
OPM	9	10	9	7	11	13	11	8	9	11	11
한국콜마 별도	12	15	14	8	15	16	16	10	13	14	14
HK 이노엔	10	7	10	10	13	11	11	11	10	12	12
기타 자회사	1	3	-11	-5	-4	5	-2	-4	-2	-2	1

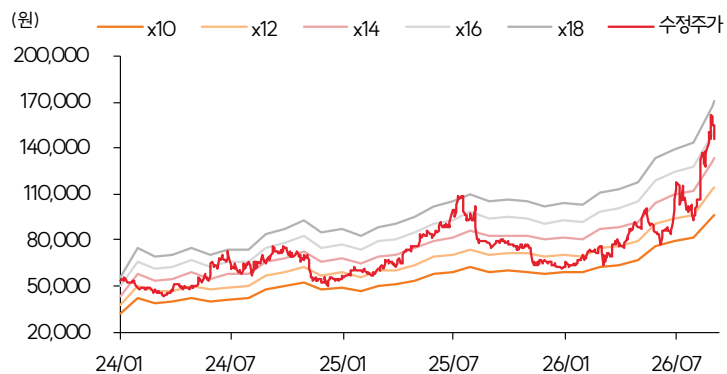
자료: 한국콜마, SK 증권

한국콜마 목표주가 산정 로직

항목	단위	구분	값	산식
12MF 지배주주순이익	십억 원	(A)	211	
유통주식수	주	(B)	23,605,077	
12MF EPS	원	(C)	8,935	(A)/(B)
Target 멀티플	배	(D)	20.0	
목표주가	원	(E)	180,000	(C)*(D)
현재 주가	원	(F)	145,800	
주가 상승여력	%	(G)	23.5%	(E)/(F) - 1

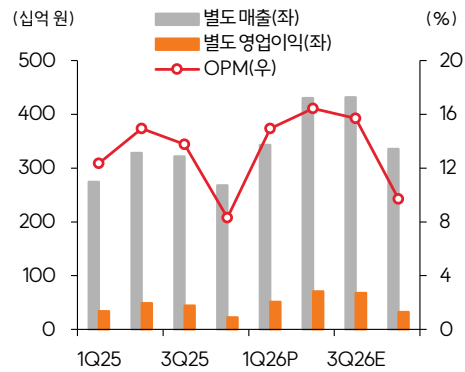
자료: SK 증권

한국콜마 수정주가 및 12MF PER 밴드



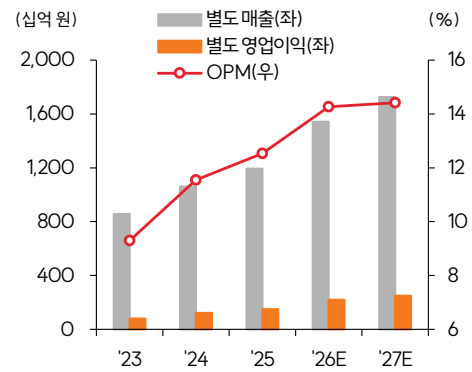
자료: Quantiwise, SK 증권

별도 법인 분기 실적 추이 및 추정치



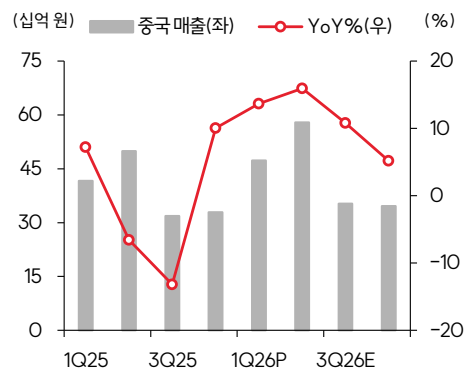
자료: 한국콜마, SK 증권

별도 법인 연간 실적 추이 및 추정치



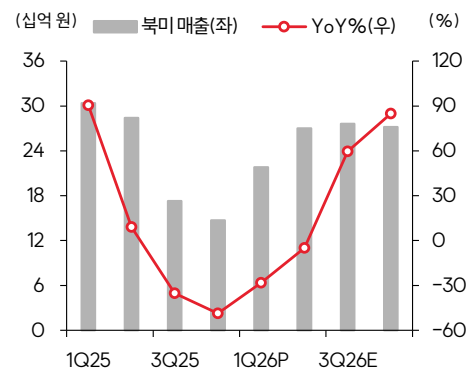
자료: 한국콜마, SK 증권

중국 매출 추이 및 추정치



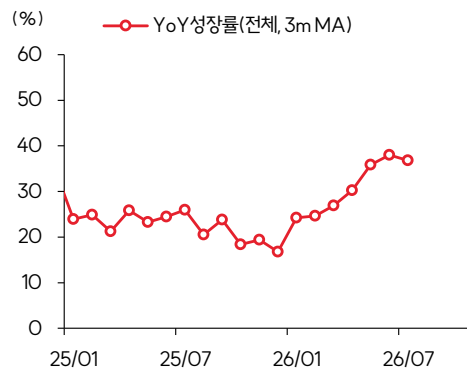
자료: 한국콜마, SK 증권

북미 매출 추이 및 추정치



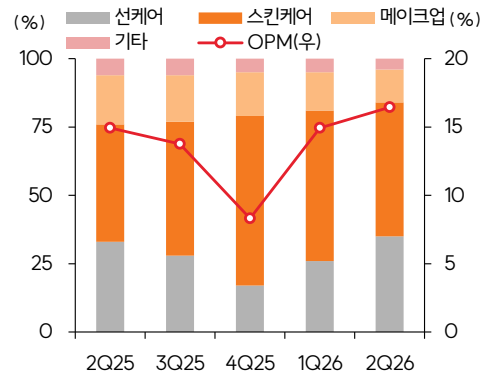
자료: 한국콜마, SK 증권

한국 화장품 수출액 YoY 성장률 3개월 이동평균



자료: TRASS, SK 증권

카테고리별 매출비중 및 OPM 추이



자료: 한국콜마, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	859	1,010	1,382	1,679	1,833
현금및현금성자산	142	225	292	344	391
매출채권 및 기타채권	294	358	418	461	498
재고자산	328	325	379	418	452
비유동자산	2,268	2,448	2,583	2,713	2,829
장기금융자산	66	149	197	225	250
유형자산	811	902	964	1,067	1,159
무형자산	1,249	1,243	1,240	1,237	1,235
자산총계	3,127	3,458	3,965	4,392	4,662
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	1,070	1,263	1,489
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	759	958	1,185
비지배주주지분	713	757	821	898	985
자본총계	1,506	1,667	1,891	2,161	2,474
부채와자본총계	3,127	3,458	3,965	4,392	4,662

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동현금흐름	215	291	191	245	424
당기순이익(손실)	125	168	251	299	340
비현금성항목등	195	203	201	223	240
유형자산감가상각비	69	81	89	97	107
무형자산상각비	23	24	23	23	23
기타	103	98	88	103	110
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	-155	-181	-200
법인세납부	-25	-42	-63	-75	-85
투자활동현금흐름	-205	-248	-319	-290	-279
금융자산의감소(증가)	49	-27	-64	-33	-29
유형자산의감소(증가)	-245	-162	-151	-200	-200
무형자산의감소(증가)	-13	-15	-20	-20	-20
기타	4	-43	-84	-36	-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	67	52	47
기초현금	171	142	225	292	344
기말현금	142	225	292	344	391
FCF	-30	129	40	45	224

자료 : 한국콜마, SK증권 추정

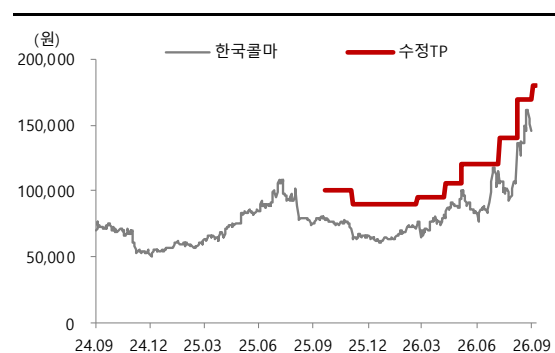
포괄손익계산서

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	-25	-23
순금융손익	-40	-32	-29	-31	-30
외환관련손익	15	-1	3	3	3
관계기업등 투자손익	12	1	5	6	4
세전계속사업이익	140	212	314	373	426
세전계속사업이익률(%)	5.7	7.8	9.9	10.7	11.2
계속사업법인세	14	44	63	75	85
계속사업이익	125	168	251	299	340
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	125	168	251	299	340
순이익률(%)	5.1	6.2	7.9	8.5	9.0
지배주주	90	125	187	222	253
지배주주귀속 순이익률(%)	3.7	4.6	5.9	6.3	6.7
비지배주주	35	43	64	77	87
총포괄이익	105	178	244	293	340
지배주주	75	128	176	211	245
비지배주주	30	50	68	82	95
EBITDA	286	344	451	518	579

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	48.4	18.8	14.0
EBITDA	24.3	20.3	31.2	14.9	11.7
EPS	1,581.7	38.9	49.4	18.8	14.0
수익성 (%)					
ROA	4.1	5.1	6.8	7.1	7.5
ROE	12.5	14.7	18.9	19.0	18.4
EBITDA마진	11.7	12.6	14.2	14.8	15.3
안정성 (%)					
유동비율	70.7	74.2	87.2	96.5	107.7
부채비율	107.7	107.4	109.6	103.3	88.4
순차입금/자기자본	62.5	55.0	54.5	49.1	36.6
EBITDA/이자비용(배)	6.1	8.9	11.3	11.6	13.0
배당성향	18.9	16.3	12.6	11.7	10.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,816	5,299	7,919	9,409	10,724
BPS	33,579	38,566	45,327	53,495	63,079
CFPS	7,712	9,710	12,684	14,478	16,218
주당 현금배당금	720	864	1,000	1,100	1,100
Valuation지표 (배)					
PER	14.4	11.7	18.4	15.5	13.6
PBR	1.6	1.6	3.2	2.7	2.3
PCR	7.1	6.4	11.5	10.1	9.0
EV/EBITDA	10.3	9.1	11.7	10.4	9.2
배당수익률	1.3	1.4	0.7	0.8	0.8

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2026.09.07	매수	180,000원	6개월		
2026.08.13	매수	170,000원	6개월	-14.32%	-4.88%
2026.07.14	매수	140,000원	6개월	-26.27%	-5.36%
2026.05.11	매수	120,000원	6개월	-22.04%	-1.83%
2026.04.14	매수	106,000원	6개월	-16.91%	-11.70%
2026.02.26	매수	95,000원	6개월	-21.90%	-13.79%
2025.11.10	매수	90,000원	6개월	-26.52%	-18.11%
2025.09.24	매수	100,000원	6개월	-23.99%	-20.70%



COMPLIANCE NOTICE

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

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

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

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2026 년 09 월 07 일 기준)

매수 96.32% 중립 3.68% 매도 0.00%