

콜마비엔에이치

탐방 후기: 정비 끝, 해외 고객사 확대 전망

이다연

음식료/통신 | dayeonlee@daolfn.com

● 사업구조 정비 완료, 새로운 시작

연결 자회사 청산과 함께 사업구조 재편 진행 중. 청산됐거나 청산 진행중인 자회사로는 콜마스크(화장품 제조·판매), 에치엔지(화장품 제조·판매), 콜마생활건강(건기식 B2C), 근오농림(원재료 재배), 강소콜마(중국 건기식 제조법인)가 있음. 향후 동사 사업구조는 별도 법인의 건기식 ODM과 텐탈(콜마오랄스)로 단순화되고, 별도·연결 실적 간 차이도 미미해질 것. 현재 전사 가동률은 80-90% 수준으로, 강소콜마 중국 제조시설 매각과 함께 전사 가동률 상승, 원가율 개선 효과도 기대해볼 수 있음 (*가동률 상단 120-130%). 한국콜마로부터 양도받은 콜마오랄스는 '26년 11-12월부터 연결 편입 예정

● 가시성 높은 해외 고객사 신규 수주 파이프라인 확대

사업구조 단순화로 신규 수주가 실적 성장으로 직결되는 구조로 전환된 가운데, 하반기 해외 고객사 중심 신규 수주 확대 전망. 1) 우선 해외 오프라인 유통채널 내 K-뷰티 전용 매대 공간이 확대되며 인접 매대에 "K"로 브랜딩된 웰니스 제품이 함께 배치되는 사례가 등장. 실제로 동사는 해외 드럭스토어 기업의 건기식 PB 제품 신규 수주를 확보해 현재 유럽 지역 매장 내 입점을 진행하고 있으며, 2차 제품 공급도 논의 중. 2) 중국 내 신규 브랜드사 신규 수주도 가시권. 해당 고객사는 동사의 기존 고객인 헤일리온(구 센트룸) 급 규모의 브랜드로, 4Q26 중 매출 인식 가능성 높음. 3) 상기한 수주 외 미국, 동남아 리테일러 대상으로도 Tapping이 진행되고 있어, 향후 해외 레퍼런스 확대와 함께 수출 매출 비중도 점차 상승 전망

● 기존 고객사 매출은 견조한 기여 지속 중

기존 주요 고객사인 애틀미, 헤일리온(구 센트룸)의 기여는 견조. 1) 애틀미는 주력 제품 '헤모힘'을 중심으로 LSD(Low-Single-Digit) 성장 기록 중이며(*26년 상반기 누적 기준 애틀미 매출 비중 70%), 2) 헤일리온은 국내·중국 합산 '26년 누적 매출액 약 100억원 기록

● 실적 전망: 해외 고객사 실적 기여 확대 효과는 '27년부터 드러날 것

경영권 분쟁 종료 후 인력 재편, 사업구조 정비는 대부분 마무리된 상황이라 판단. 현재 회사의 전략 방향성은 고마진 해외 매출 비중 확대로, 사업구조 단순화 효과 가시화와 더불어 향후 마진율 레벨이 상향될 여지도 존재. 다만 연결 대상 자회사 청산 영향으로 '26년 하반기까지 YoY 외형 역성장은 이어질 것. 해당 기저 영향이 제거되는 '27년부터 실적 관련 기대감을 가져볼 수 있다고 판단하며, 현재 Tapping 중인 해외 파이프라인의 기여가 확대되길 기대

Fig. 1: 콜마비앤에이치 실적 추이

(억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	2024	2025
매출액	1,367	1,641	1,518	1,222	1,369	1,272	6,156	5,749
1.콜마비앤에이치	972	1,278	1,177	918	1,192	1,227	4,643	4,346
식품	640	840	810	642	806	821	3,018	2,931
화장품	303	403	339	250	356	378	1,505	1,295
의약외품	29	35	29	26	30	27	120	119
2.연결대상	327	312	270	274	152	9	1,197	1,183
에치엔지	188	210	176	188	152	9	687	762
식품	15	22	9	11	12	9	60	57
화장품	172	189	167	177	139	-	628	706
콜마스크	132	98	84	80	-	-	477	395
콜마생활건강	7	3	9	6	-	-	30	26
근오농림	0	0	0	0	-	-	2	0
3.해외법인	51	37	52	12	7.1	0.9	266	152
강소콜마(중국)	51	37	52	12	7.1	0.9	266	152
호주법인	0	0	-0	0	-	-	0	0
4.연결조정	-60	-48	-62	-25	-25	-36	-286	-195
YoY(%)	-14.7	-1.1	3.0	-14.0	0.1	-22.5	6.2	-6.6
1.콜마비앤에이치	-18.1	2.3	3.6	-14.3	22.6	-4.0	4.9	-6.4
식품	-17.0	10.3	3.7	-8.9	25.9	-2.2	4.6	-2.9
화장품	-21.3	-12.2	4.5	-25.6	17.4	-6.1	6.0	-13.9
의약외품	-2.6	18.6	-5.6	-14.8	4.2	-22.3	-3.8	-1.2
2.연결대상	6.2	1.3	-7.1	-5.6	-53.6	-97.0	10.7	-1.2
에치엔지	-5.9	9.3	18.5	28.0	-19.1	-95.5	2.3	10.9
식품	-21.3	98.0	-36.9	-29.1	-19.2	-56.2	-22.6	-5.1
화장품	-4.3	3.9	24.0	34.9	-19.1	-	5.5	12.4
콜마스크	29.0	-6.3	-27.5	-48.0	-	-	16.7	-17.3
콜마생활건강	17.1	-70.8	-62.7	-150.9	-	-	-	-15.1
근오농림	-	-	-46.7	-89.9	-	-	-	-85.1
3.해외법인	-43.3	-59.9	39.1	-74.4	-86.2	-97.6	15.5	-42.8
강소콜마(중국)	-43.3	-59.9	39.3	-74.5	-86.1	-97.6	15.5	-42.8
호주법인	-	-	-175.0	-	-	-	-	0.0
매출총이익	179	247	251	154	221	206	851	830
GPM(%)	13.1	15.0	16.5	12.6	16.1	16.2	13.8	14.4
판관비	143	140	154	127	118	104	604	564
% of Sales(%)	10.5	8.5	10.1	10.4	8.6	8.2	9.8	9.8
영업이익	36	107	97	26	103	102	246	266
OPM(%)	2.6	6.5	6.4	2.2	7.5	8.0	4.0	4.6
YoY(%)	-62.5	37.3	138.9	-17.9	188.6	-5.1	-18.6	8.2
지배순이익	14	67	62	-370	223	69	181	-227
NIM(%)	1.0	4.1	4.1	-30.3	16.3	5.4	2.9	-3.9
YoY(%)	-79.2	25.8	62.9	적전	1,477.9	3.2	-8.2	적전

Source: 콜마비앤에이치, 다올투자증권

Fig. 2: 콜마비앤에이치 주요 주주 현황

구분	성명	관계	소유주식수 및 지분율			
			기초		기말	
			주식수	지분율	주식수	지분율
	콜마홀딩스(주)	최대주주 본인	13,129,267	44.63	13,129,267	44.63
차녀	윤여원	계열회사 임원	2,615,260	8.89	2,615,260	8.89
장남	윤상현	계열회사 임원	0	0.00	8,460	0.03
차녀의 子	이민석	최대주주의 특수관계인	2,000	0.01	2,000	0.01
차녀의 子	이영석	최대주주의 특수관계인	2,000	0.01	2,000	0.01
어머니	김성애	최대주주의 특수관계인	13,749	0.05	13,749	0.05
차녀의 夫	이현수	최대주주의 특수관계인	3,000	0.01	3,000	0.01
	최민한	계열회사 임원	1,000	0.00	1,000	0.00
	홍진수	계열회사 감사	2,000	0.01	2,000	0.01
	계		15,768,276	53.60	15,776,736	53.63

Source: 콜마비앤에이치, Dart, 다올투자증권

Fig. 3: 콜마홀딩스 주요 주주 현황

구분	성명	관계	소유주식수 및 지분율			
			기초		기말	
			주식수	지분율	주식수	지분율
장남	윤상현	본인	10,890,316	31.75	10,890,316	31.75
차녀	윤여원	친인척	2,606,000	7.60	2,606,000	7.60
아버지	윤동한	친인척	1,918,726	5.59	1,918,726	5.59
차녀의 夫	이현수	친인척	1,036,540	3.02	1,036,540	3.02
장남의 子	윤동희	친인척	53,798	0.16	53,798	0.16
	재단법인 석오문화재단	계열회사 등	38,000	0.11	38,000	0.11
차녀의 子	이민석	친인척	22,000	0.06	22,000	0.06
차녀의 子	이영석	친인척	22,000	0.06	22,000	0.06
	허용철	계열회사 임원	10,960	0.03	10,960	0.03
	김성자	친인척	8,760	0.03	8,760	0.03
	원승찬	계열회사 임원	7,986	0.02	7,986	0.02
	조희웅	친인척	6,200	0.02	6,200	0.02
	유동호	계열회사 임원	3,900	0.01	3,900	0.01
	계		16,625,186	48.48	16,625,186	48.48

Source: 콜마홀딩스, Dart, 다올투자증권

콜마비엔에이치 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	270.9	240.3	226.7	223.8	224.6
현금성자산	156.8	99.3	89.0	113.3	109.1
매출채권	22.4	34.1	30.2	34.4	31.4
재고자산	68.4	87.8	90.5	69.3	76.8
비유동자산	267.0	376.6	467.8	467.1	425.1
투자자산	67.4	106.7	161.2	130.8	140.3
유형자산	177.4	248.1	284.3	312.2	272.8
무형자산	22.2	21.7	20.8	23.0	11.0
자산총계	537.9	616.9	694.5	690.9	649.7
유동부채	125.9	154.2	219.6	236.4	193.8
매입채무	64.6	47.9	80.5	60.9	66.2
유동성이자부채	46.1	95.3	131.7	169.1	120.3
비유동부채	25.4	60.1	78.6	59.2	100.4
비유동이자부채	24.4	58.1	76.4	56.3	96.3
부채총계	151.2	214.2	298.2	295.6	294.2
자본금	14.8	14.8	14.8	14.8	14.8
자본잉여금	23.4	9.0	8.7	(2.7)	(9.4)
이익잉여금	346.6	376.7	384.0	397.9	366.8
자본조정	0.8	1.1	(8.8)	(12.8)	(18.4)
자기주식	(0.2)	(0.2)	(10.2)	(12.9)	(17.1)
자본총계	386.6	402.7	396.3	395.3	355.5
투하자본	265.4	431.8	490.8	484.9	436.8
순차입금	(86.4)	54.2	119.1	112.1	107.6
ROA	13.1	7.0	2.9	2.5	(3.4)
ROE	19.3	10.3	4.7	4.3	(6.0)
ROIC	27.9	12.7	4.7	3.7	4.2

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	593.1	575.9	579.6	615.6	574.9
증가율 (Y-Y,%)	2.3	(2.9)	0.6	6.2	(6.6)
영업이익	91.6	61.1	30.3	24.6	26.6
증가율 (Y-Y,%)	202.9	(33.3)	(50.5)	(18.6)	8.2
EBITDA	103.2	75.6	46.8	43.7	46.3
영업외손익	0.3	(5.3)	(4.3)	(1.2)	(50.7)
순이자수익	0.2	0.3	(1.1)	(2.1)	(3.9)
외화관련손익	0.2	(0.0)	(0.7)	1.4	0.2
지분법손익	(0.5)	(0.8)	(0.6)	0.3	0.5
세전계속사업손익	91.9	55.8	26.0	23.4	(24.0)
당기순이익	68.4	40.4	18.7	17.2	(22.6)
지배기업당기순이익	69.9	40.5	19.7	18.1	(22.7)
증가율 (Y-Y,%)	265.1	(41.0)	(53.6)	(8.2)	적전
NOPLAT	68.2	44.2	21.8	18.1	19.3
(+) Dep	11.5	14.5	16.5	19.1	19.6
(-) 운전자본투자	(2.5)	47.9	(32.5)	(6.5)	(1.2)
(-) Capex	47.4	49.2	91.8	47.5	15.4
OpFCF	34.9	(38.5)	(21.0)	(3.8)	24.7
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	15.4	9.5	(1.5)	1.3	(0.1)
영업이익증가율(3Yr)	16.1	(6.2)	(34.8)	(35.5)	(24.2)
EBITDA증가율(3Yr)	18.1	(1.6)	(26.5)	(24.9)	(15.1)
순이익증가율(3Yr)	11.5	(9.7)	(38.4)	(36.9)	n/a
영업이익률(%)	15.5	10.6	5.2	4.0	4.6
EBITDA마진(%)	17.4	13.1	8.1	7.1	8.0
순이익률 (%)	11.5	7.0	3.2	2.8	(3.9)

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
영업현금	71.9	5.3	56.3	39.2	37.9
당기순이익	68.4	40.4	18.7	17.2	(22.6)
자산상각비	11.5	14.5	16.5	19.1	19.6
운전자본증감	(0.3)	(49.2)	12.3	(0.9)	(5.5)
매출채권감소(증가)	42.6	(9.0)	2.1	(3.9)	3.5
재고자산감소(증가)	(8.5)	(11.2)	(6.0)	21.5	(7.8)
매입채무증가(감소)	(41.1)	(23.3)	25.1	(14.6)	6.1
투자현금	(94.0)	(72.6)	(96.9)	(42.4)	22.8
단기투자자산감소	(42.8)	40.2	12.8	(4.0)	44.7
장기투자증권감소	0.0	(25.2)	0.0	0.0	0.0
설비투자	(47.4)	(49.2)	(91.8)	(47.5)	(15.4)
유무형자산감소	2.0	0.7	1.2	13.0	(4.4)
재무현금	12.6	34.3	32.8	(9.2)	(16.9)
차입금증가	22.1	45.8	54.8	5.5	(1.8)
자본증가	(9.5)	(11.5)	(19.3)	(14.7)	(15.1)
배당금지급	9.5	11.5	9.2	9.0	10.9
현금 증감	(9.1)	(32.6)	(7.6)	(11.9)	43.3
총현금흐름(Gross CF)	105.6	77.4	55.6	49.6	52.7
(-) 운전자본증가(감소)	(2.5)	47.9	(32.5)	(6.5)	(1.2)
(-) 설비투자	47.4	49.2	91.8	47.5	15.4
(+) 자산매각	2.0	0.7	1.2	13.0	(4.4)
Free Cash Flow	11.3	(44.4)	(29.0)	6.3	70.0
(-) 기타투자	0.0	25.2	0.0	0.0	0.0
잉여현금	11.3	(69.6)	(29.0)	6.3	70.0

주요투자지표

(원, 배)	2021	2022	2023	2024	2025
Per share Data					
EPS	2,365	1,371	667	614	(771)
BPS	12,298	12,858	12,791	12,718	11,654
DPS	385	308	308	308	75
Multiples(x,%)					
PER	13.1	20.6	11.7	12.8	n/a
PBR	2.5	2.2	0.6	0.6	0.7
EV/ EBITDA	8.1	11.8	7.4	7.7	7.2
배당수익률	1.2	1.1	3.9	3.9	1.0
PCR	8.7	10.8	4.2	4.6	4.4
PSR	1.5	1.5	0.4	0.4	0.4
재무건전성 (%)					
부채비율	39.1	53.2	75.2	74.8	82.8
Net debt/Equity	n/a	13.4	30.1	28.4	30.3
Net debt/EBITDA	n/a	71.6	254.7	256.7	232.5
유동비율	215.2	155.9	103.2	94.7	115.9
이자보상배율	n/a	n/a	27.2	11.5	6.8
이자비용/매출액	0.3	0.6	1.3	1.5	1.2
자산구조					
투하자본(%)	54.2	67.7	66.2	66.5	63.7
현금+투자자산(%)	45.8	32.3	33.8	33.5	36.3
자본구조					
차입금(%)	15.4	27.6	34.4	36.3	37.9
자기자본(%)	84.6	72.4	65.6	63.7	62.1

Source: 다올투자증권

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다.

투자등급 비율

BUY : 93.5%	HOLD : 6.5%	SELL : 0.0%
-------------	-------------	-------------

투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미

- BUY: 추천기준일 증가대비 +15% 이상.
- HOLD: 추천기준일 증가대비 -15% 이상 ~ +15% 미만.
- SELL: 추천기준일 증가대비 -15% 미만.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음

동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음

- Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
- Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
- Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치