

EARNINGS
REVIEW

한국콜마 (161890/KS)

잠시 쉬어갑니다

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

Signal: 3분기 실적 시장 컨센서스 하회**Key:** 별도법인 실적 견조, 해외법인 부진, HK 이노엔 매출 인식 지연**Step:** 산업과 실적 모멘텀 회복을 기다리자

매수(유지)

목표주가: 90,000 원(하향)

현재주가: 72,100 원

상승여력: 24.8%

STOCK DATA

주가(25/11/07)	72,100 원
KOSPI	3,953.76 pt
52 주 최고가	109,200 원
60 일 평균 거래대금	18 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	2,361 만주
시가총액	1,702 십억원
주요주주	
한국콜마홀딩스(외 23)	26.59%
NIHON KOLMAR	11.77%
외국인 지분율	36.83%

주가 및 상대수익률



3Q25 Review: 시장 컨센서스 하회

동사의 3분기 연결 실적은 매출액 6,830 억 원(+9.0% YoY, 이하 YoY 생략), 영업 이익 583 억 원(+6.9%, OPM 8.5%) 기록해 매출액과 영업이익 모두 시장 컨센서스를 하회했다. 한국콜마 별도 법인은 매출액 3,220 억 원(+17.7%), 영업이익 443 억 원(+19.0%, OPM 13.8%) 기록했는데, 레거시 브랜드향 매출이 감소했음에도, 주요 인디 브랜드와 글로벌 MNC 향 매출이 고성장했고, 추석 연휴를 앞두고 100 억 원 가량의 물량이 3 분기에 선 출하된 영향이 있었다. 미국 법인 매출은 54% 감소했는데, 최대 고객사향 매출이 감소한 영향이다.

4 분기 별도 법인 매출 일시적 둔화 전망

4 분기 별도 법인 매출은 5.2% 성장할 것으로 전망한다. ① 주요 인디 브랜드향 매출은 고성장 하겠으나, ② 3 분기에 물량이 선 출하된 데 따른 기저 효과와, ③ 주요 글로벌 MNC 고객향 출하가 재고조정 때문에 일시적으로 감소하는 영향과, ④ 내년 글로벌 MNC 고객향 신규 물량 대응을 위한 라인 셋업의 영향으로 매출 성장률이 둔화될 것이다. 미국 법인 매출은 최대 고객사향 매출 감소 영향이 지속될 것이다. 또한 당초 미국 법인에 기대했던 국내 고객사의 온쇼어 생산 수요가 예상보다 약한 것으로 파악된다. 중국 법인은 경쟁이 치열한 현지 산업 구조상 단기에 유의미한 실적 반등이 어려울 것이다. 외형 확장 보다는 수익성 중심의 운영 기조를 유지할 전망이다.

목표주가 하향

인디 고객사향 매출의 높은 성장성에도 불구하고, 레거시 브랜드 매출 감소와, 해외 법인의 실적 부진이 전사 실적의 하방 압력으로 작용하고 있다. 동사는 대형 ODM 사로 화장품 산업 업황에 동행하는 경향이 있는 바, 산업 전반적인 성장 모멘텀이 다시 부각되는 시기에 매수를 고려해볼 만하다. '26년 이익 추정치를 하향 조정하고, 업종 멀티플 하락을 반영해 목표주가를 90,000 원으로 하향하며, 투자 의견 '매수' 유지한다.

추정치 변경 및 컨센서스 비교

	25년 3분기					25년 연간실적				
	실적 확정치	SK 증권 추정치	차이(%)	컨센서스	차이(%)	신규 추정치	이전 추정치	차이(%)	컨센서스	차이(%)
매출액(십억원)	683	693	-1.4	702	-2.7	2,702	2,746	-1.6	2,764	-2.2
영업이익(십억원)	58	74	-21.2	68	-14.2	239	268	-10.8	256	-6.6
지배주주순이익(십억원)	32	36	-11.7	33	-3.6	94	110	-14.5	110	-14.5
영업이익률(%)	8.5	10.7	-	9.7	-	8.8	9.8	-	9.3	-
지배주주순이익률(%)	4.7	5.2	-	4.7	-	3.5	4	-	4	-

자료: SK 증권

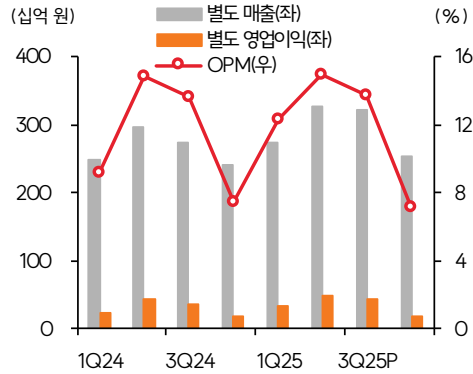
한국콜마 부문별 실적 추정치									(단위: 십억 원, %)			
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	'23	'24	'25E	'26E
매출액	575	660	627	591	653	731	683	648	2,156	2,452	2,715	2,943
한국콜마 별도	248	297	274	241	274	328	322	254	857	1,060	1,178	1,309
HK 이노엔	213	219	229	236	247	263	261	293	829	897	1,065	1,140
해외법인	55	79	63	59	72	78	49	48	260	256	248	256
중국	39	53	37	30	42	50	32	29	177	159	152	160
북미	16	26	27	29	30	28	17	19	83	97	95	96
연우	67	74	73	61	64	71	62	60	236	275	256	269
영업이익	32	72	55	35	60	73	58	50	136	194	242	299
한국콜마 별도	23	44	37	18	34	49	44	24	80	122	151	181
HK 이노엔	17	24	22	24	25	20	26	39	66	88	110	139
기타 자회사	-8	2	-6	-6	2	4	-12	-12	-9	-18	-19	-21
YoY 성장률												
매출액	18	10	21	7	14	11	9	10	16	14	11	8
한국콜마 별도	23	17	47	12	11	10	18	5	18	24	11	11
HK 이노엔	15	7	6	5	16	20	14	24	-2	8	19	7
해외법인	0	-8	2	3	31	-1	-23	-18	28	-1	-3	3
연우	33	17	19	0	-5	-4	-15	-2	123	17	-7	5
영업이익	169	29	76	-6	85	2	7	44	86	42	25	23
한국콜마 별도	69	28	185	-2	48	11	19	32	15	54	23	20
HK 이노엔	206	59	-1	8	47	-20	17	60	26	34	25	27
기타 자회사	적지	-54	적지	적지	흑전	102	적지	적지	적지	적지	흑전	적지
OPM	6	11	9	6	9	10	9	8	6	8	9	10
한국콜마 별도	9	15	14	7	12	15	14	9	9	12	13	14
HK 이노엔	8	11	10	10	10	7	10	13	8	10	10	12
기타 자회사	-6	1	-4	-5	1	3	-11	-11	-2	-3	-4	-4

자료: 한국콜마, SK 증권

한국콜마 목표주가 산정 로직				
항목	단위	구분	값	산식
12MF 지배주주순이익	십억 원	(A)	127	
유통주식수	주	(B)	23,605,077	
12MF EPS	원	(C)	5,400	(A)/(B)
Target 멀티플	배	(D)	17	화장품 업종 12MF PER
목표주가	원	(E)	90,000	(C)*(D)
현재 주가	원	(F)	72,100	
주가 상승여력	%	(G)	24.8%	(E)/(F) - 1

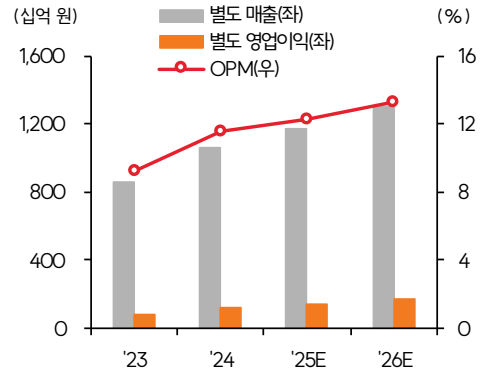
자료: SK 증권

별도법인 분기 실적 추이 및 추정치



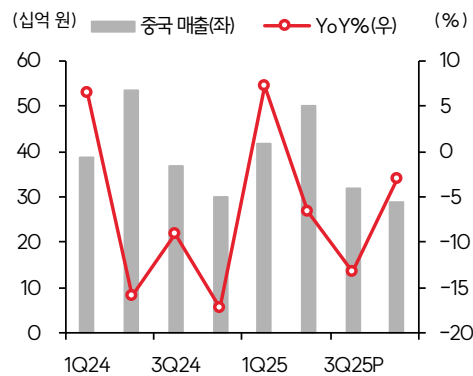
자료: 한국콜마, SK 증권

별도법인 분기 실적 추이 및 추정치



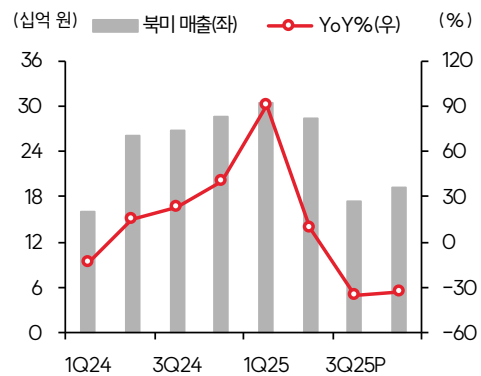
자료: 한국콜마, SK 증권

중국 분기 매출 추이 및 추정치



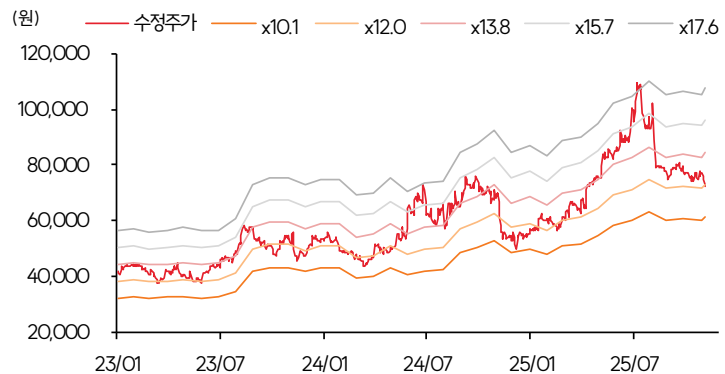
자료: 한국콜마, SK 증권

북미 분기 매출 추이 및 추정치



자료: 한국콜마, SK 증권

한국콜마 12MF PER 밴드차트



자료: Quantwise, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	898	859	954	1,107	1,357
현금및현금성자산	171	142	152	117	152
매출채권 및 기타채권	324	294	326	353	381
재고자산	281	328	363	393	424
비유동자산	2,111	2,268	2,409	2,527	2,587
장기금융자산	60	66	71	87	100
유형자산	660	811	927	1,031	1,079
무형자산	1,271	1,249	1,247	1,245	1,243
자산총계	3,009	3,127	3,363	3,635	3,945
유동부채	1,284	1,215	1,342	1,452	1,565
단기금융부채	854	799	885	959	1,035
매입채무 및 기타채무	294	246	272	295	318
단기충당부채	1	1	1	1	1
비유동부채	307	406	404	408	413
장기금융부채	249	352	352	352	352
장기매입채무 및 기타채무	4	7	7	7	7
장기충당부채	3	4	4	4	5
부채총계	1,591	1,621	1,746	1,861	1,978
지배주주지분	649	793	867	971	1,100
자본금	11	12	12	12	12
자본잉여금	262	295	295	295	295
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	368	488	566	682	822
비지배주주지분	770	713	750	803	867
자본총계	1,419	1,506	1,617	1,774	1,967
부채와자본총계	3,009	3,127	3,363	3,635	3,945

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	112	215	210	142	176
당기순이익(손실)	25	125	133	186	228
비현금성항목등	219	195	170	198	219
유형자산감가상각비	73	69	84	96	102
무형자산상각비	21	23	22	22	22
기타	126	103	64	80	94
운전자본감소(증가)	-76	-40	-21	-155	-168
매출채권및기타채권의감소(증가)	-60	40	-32	-27	-28
재고자산의감소(증가)	-41	-53	-35	-31	-31
매입채무및기타채무의증가(감소)	26	-7	26	23	23
기타	-74	-89	-108	-141	-166
법인세납부	-18	-25	-37	-53	-64
투자활동현금흐름	-156	-205	-252	-260	-202
금융자산의감소(증가)	-35	49	-7	-18	-14
유형자산의감소(증가)	-106	-245	-200	-200	-150
무형자산의감소(증가)	-16	-13	-20	-20	-20
기타	1	4	-25	-22	-18
재무활동현금흐름	-8	-43	69	56	52
단기금융부채의증가(감소)	-4	3	86	74	76
장기금융부채의증가(감소)	12	22	0	0	0
자본의증가(감소)	-2	33	0	0	0
배당금지급	-17	-19	-17	-18	-24
기타	3	-81	0	0	0
현금의 증가(감소)	-49	-29	10	-35	35
기초현금	220	171	142	152	117
기말현금	171	142	152	117	152
FCF	6	-30	10	-58	26

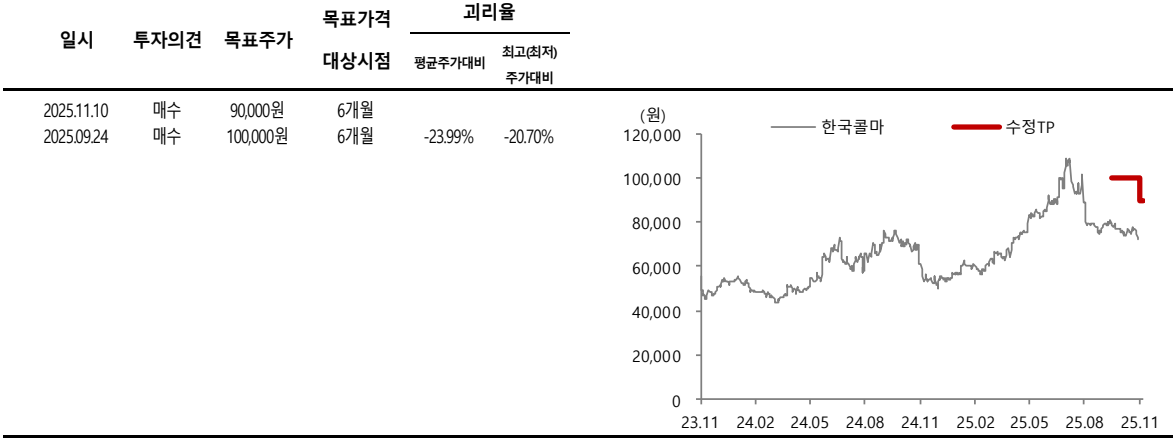
자료 : 한국콜마, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,156	2,452	2,715	2,943	3,177
매출원가	1,578	1,753	1,925	2,051	2,191
매출총이익	578	699	790	892	985
매출총이익률(%)	26.8	28.5	29.1	30.3	31.0
판매비와 관리비	442	505	548	593	624
영업이익	136	194	242	299	362
영업이익률(%)	6.3	7.9	8.9	10.2	11.4
비영업손익	-102	-54	-72	-60	-69
순금융손익	-37	-40	-34	-36	-39
외환관련손익	1	15	6	6	7
관계기업등 투자손익	3	12	5	7	8
세전계속사업이익	34	140	170	239	292
세전계속사업이익률(%)	1.6	5.7	6.3	8.1	9.2
계속사업법인세	9	14	37	53	64
계속사업이익	25	125	133	186	228
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	25	125	133	186	228
순이익률(%)	1.2	5.1	4.9	6.3	7.2
지배주주	5	90	95	134	164
지배주주귀속 순이익률(%)	0.2	3.7	3.5	4.5	5.2
비지배주주	20	35	37	52	64
총포괄이익	14	105	129	175	216
지배주주	-2	75	91	124	154
비지배주주	16	30	37	50	62
EBITDA	230	286	348	417	486

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	15.5	13.7	10.7	8.4	7.9
영업이익	85.8	42.4	24.9	23.4	21.0
세전계속사업이익	102.3	307.1	21.6	40.5	22.3
EBITDA	54.6	24.3	21.8	19.9	16.4
EPS	흑전	1,581.7	5.8	40.5	22.3
수익성 (%)					
ROA	0.8	4.1	4.1	5.3	6.0
ROE	0.8	12.5	11.5	14.6	15.8
EBITDA마진	10.7	11.7	12.8	14.2	15.3
안정성 (%)					
유동비율	70.0	70.7	71.1	76.2	86.7
부채비율	112.1	107.7	108.0	104.9	100.6
순차입금/자기자본	57.9	62.5	62.5	62.8	58.5
EBITDA/이자비용(배)	5.1	6.1	9.7	10.9	12.0
배당성향	264.4	18.9	18.8	17.6	15.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	227	3,816	4,037	5,672	6,937
BPS	28,347	33,579	36,727	41,151	46,588
CFPS	4,323	7,712	8,529	10,695	12,200
주당 현금배당금	600	720	760	1,000	1,100
Valuation지표 (배)					
PER	236.2	14.4	17.9	12.7	10.4
PBR	1.9	1.6	2.0	1.8	1.5
PCR	12.4	7.1	8.5	6.7	5.9
EV/EBITDA	12.3	10.3	10.5	9.1	8.0
배당수익률	1.1	1.3	1.0	1.3	1.4



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 기관투자가 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 (2025 년 11 월 10 일 기준)	매수	92.02%	중립	7.98%	매도	0.00%
--	----	--------	----	-------	----	-------