

한국콜마 (161890/KS)

예상보다 양호하다

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

Signal: 4Q25 실적 시장 컨센서스 상회 추정
Key: 별도법인과 HK 이노엔 실적 예상보다 양호, 해외법인은 부진
Step: 밸류에이션 매력 존재

매수(유지)

목표주가: 90,000 원(유지)
 현재주가: 63,900 원
 상승여력: 40.8%

STOCK DATA

주가(26/01/16)	63,900 원
KOSPI	4,840.74 pt
52주 최고가	109,200 원
60일 평균 거래대금	12 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	2,361 만주
시가총액	1,508 십억원
주요주주	
한국콜마홀딩스(외 23)	26.58%
NIHON KOLMAR	11.77%
외국인 지분율	35.75%

주가 및 상대수익률



4Q25 Preview

한국콜마의 4분기 실적은 매출액 6,479억 원(+9.7% YoY, 이하 YoY) 생략, 영업이익 538억 원(+53.2%, OPM 8.3%) 기록해 시장 컨센서스를 상회할 것으로 추정한다. 별도 법인 매출액 2,615억 원(+8.4%), 영업이익 255억 원(+41.0%, OPM 9.7%) 기록했을 것이다. 주요 고객사향 물량이 3분기 선 반영된 영향과, '26년 출하 예정인 글로벌 MNC 향 제품에 리소스가 집중된 데 따른 영향으로 3분기 대비 매출액 성장률이 둔화되겠다. 별도 법인 영업이익률은 4Q24에 일회성 비용 43억 원이 발생한 데 따른 기저 효과로 2.2%p 개선됐을 것이다. 해외법인 매출은 중국이 3% 감소, 북미 합산 기준 33% 감소했을 것으로 본다. 해외법인의 부진한 실적 흐름은 3분기에 이어 지속되는 흐름이다. HK 이노엔은 매출액 2,857억 원(+21.2%), 영업이익 403억 원(+65.4%, OPM 14.1%)으로 추정한다. 케이캡의 견조한 성장에 더해, RTD 리콜 보상금, NPI 백신 매출 인식 등 일회성 요인이 더해져 호실적 기록했을 것이다.

저점 매수 추천

동사의 주가는 지난 3분기 실적이 시장 눈높이에 미치지 못하면서 실적 추정치가 하향되고, 밸류에이션 멀티플이 디레이팅되면서 주가가 큰 폭으로 하락했다. 한편 4분기 실적은 시장 컨센서스를 상회할 것으로 추정하며, 실적 추정치 하향도 충분히 이루어졌다는 관점에서 추가적인 주가 하락은 제한적일 것으로 본다. 저점 매수를 시도해볼 만한 구간이라 판단하며, 한국콜마에 대해 목표주가 90,000 원, 투자 의견 '매수'를 유지한다.

추정치 변경 및 컨센서스 비교

	25년 4분기					26년 연간실적				
	신규 추정치	이전 추정치	차이(%)	컨센서스	차이(%)	신규 추정치	이전 추정치	차이(%)	컨센서스	차이(%)
매출액(십억원)	648	648	0.0	647	0.2	2,922	2,943	-0.7	2,946	-0.8
영업이익(십억원)	54	50	8.0	49	10.2	287	299	-4.0	280	2.4
지배주주순이익(십억원)	24	22	6.9	24	0.0	129	136	-5.0	138	-6.2
영업이익률(%)	8.3	7.7	-	7.6	-	9.8	10.2	-	9.5	-
지배주주순이익률(%)	3.7	3.5	-	3.7	-	4.4	4.6	-	4.7	-

자료: SK 증권

한국콜마 부문별 실적 추정치									(단위: 십억 원, %)		
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	'24	'25E	'26E
매출액	575	660	627	591	653	731	683	648	2,452	2,715	2,923
한국콜마 별도	248	297	274	241	274	328	322	261	1,060	1,186	1,302
HK 이노엔	213	219	229	236	247	263	261	286	897	1,057	1,140
해외법인	55	79	63	59	72	78	49	48	256	248	243
중국	39	53	37	30	42	50	32	29	159	152	160
북미	16	26	27	29	30	28	17	19	97	95	83
연우	67	74	73	61	64	71	62	60	275	256	269
영업이익	32	72	55	35	60	73	58	54	194	246	287
한국콜마 별도	23	44	37	18	34	49	44	25	122	153	169
HK 이노엔	17	24	22	24	25	20	26	40	88	111	139
해외법인/연우	-8	2	-6	-6	2	4	-12	-12	-18	-18	-22
매출액 성장률(YoY)	18	10	21	7	14	11	9	10	14	11	8
한국콜마 별도	23	17	47	12	11	10	18	8	24	12	10
HK 이노엔	15	7	6	5	16	20	14	21	8	18	8
해외법인	0	-8	2	3	31	-1	-23	-18	-1	-3	-2
연우	33	17	19	0	-5	-4	-15	-2	17	-7	5
OPM	6	11	9	6	9	10	9	8	8	9	10
한국콜마 별도	9	15	14	7	12	15	14	10	12	13	13
HK 이노엔	8	11	10	10	10	7	10	14	10	11	12
해외법인/연우	-6	1	-4	-5	1	3	-11	-11	-3	-4	-4

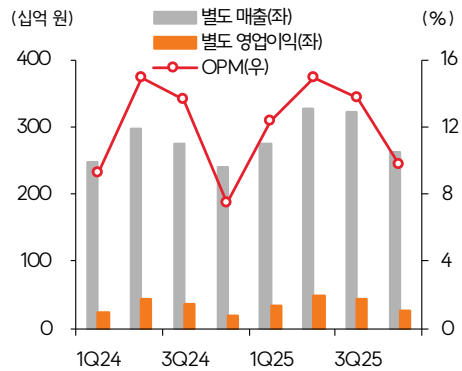
자료: 한국콜마, SK 증권

한국콜마 12MF PER 밴드차트



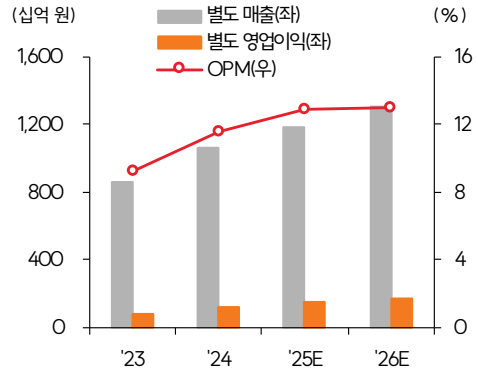
자료: Quantwise, SK 증권

별도법인 분기 실적 추이 및 추정치



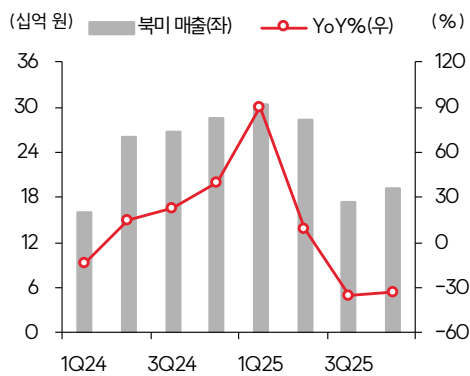
자료: SK 증권

별도법인 연간 실적 추이 및 추정치



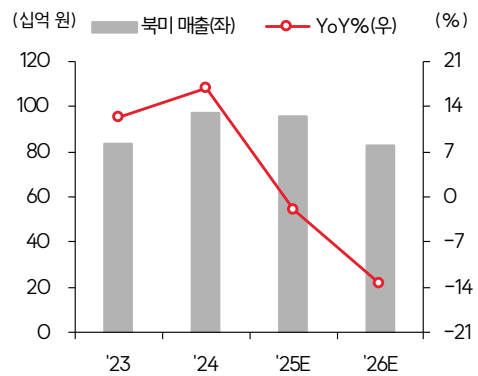
자료: SK 증권

북미 지역 분기 매출 추이



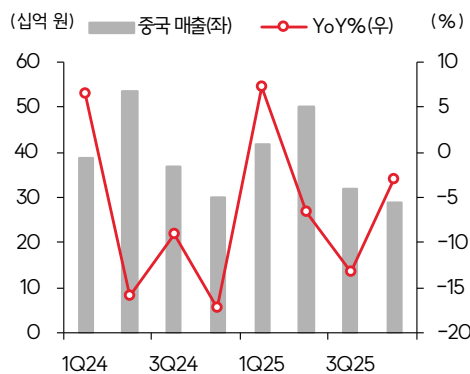
자료: 한국콜마, SK 증권

북미 지역 연간 매출 추이



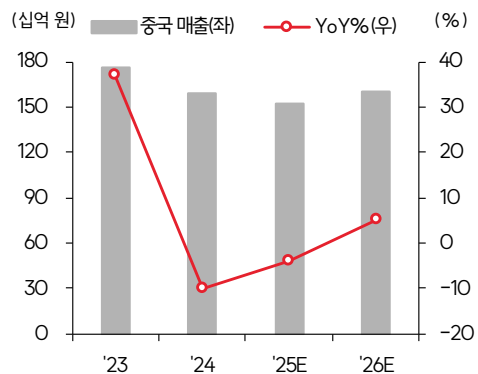
자료: 한국콜마, SK 증권

중국 법인 분기 매출 추이



자료: 한국콜마, SK 증권

중국 법인 연간 매출 추이



자료: 한국콜마, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	898	859	964	1,103	1,331
현금및현금성자산	171	142	161	118	134
매출채권 및 기타채권	324	294	326	351	378
재고자산	281	328	363	390	420
비유동자산	2,111	2,268	2,412	2,525	2,581
장기금융자산	60	66	74	85	94
유형자산	660	811	927	1,031	1,079
무형자산	1,271	1,249	1,247	1,245	1,243
자산총계	3,009	3,127	3,376	3,628	3,912
유동부채	1,284	1,215	1,342	1,442	1,550
단기금융부채	854	799	885	952	1,025
매입채무 및 기타채무	294	246	272	293	315
단기충당부채	1	1	1	1	1
비유동부채	307	406	404	408	412
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	1,850	1,963
지배주주지분	649	793	876	974	1,087
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	575	685	809
비지배주주지분	770	713	754	804	862
자본총계	1,419	1,506	1,630	1,778	1,949
부채외자본총계	3,009	3,127	3,376	3,628	3,912

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	112	215	223	137	156
당기순이익(손실)	25	125	145	180	206
비현금성항목등	219	195	181	206	223
유형자산감가상각비	73	69	84	96	102
무형자산상각비	21	23	22	22	22
기타	126	103	75	87	99
운전자본감소(증가)	-76	-40	-22	-153	-167
매출채권및기타채권의감소(증가)	-60	40	-32	-25	-27
재고자산의감소(증가)	-41	-53	-35	-28	-30
매입채무및기타채무의증가(감소)	26	-7	26	21	23
기타	-74	-89	-130	-155	-175
법인세납부	-18	-25	-48	-60	-69
투자활동현금흐름	-156	-205	-258	-250	-194
금융자산의감소(증가)	-35	49	-10	-13	-10
유형자산의감소(증가)	-106	-245	-200	-200	-150
무형자산의감소(증가)	-16	-13	-20	-20	-20
기타	1	4	-28	-17	-14
재무활동현금흐름	-8	-43	69	48	50
단기금융부채의증가(감소)	-4	3	86	67	73
장기금융부채의증가(감소)	12	22	0	0	0
자본의증가(감소)	-2	33	0	0	0
배당금지급	-17	-19	-17	-20	-24
기타	3	-81	-0	0	-0
현금의 증가(감소)	-49	-29	19	-42	16
기초현금	220	171	142	161	118
기말현금	171	142	161	118	134
FCF	6	-30	23	-63	6

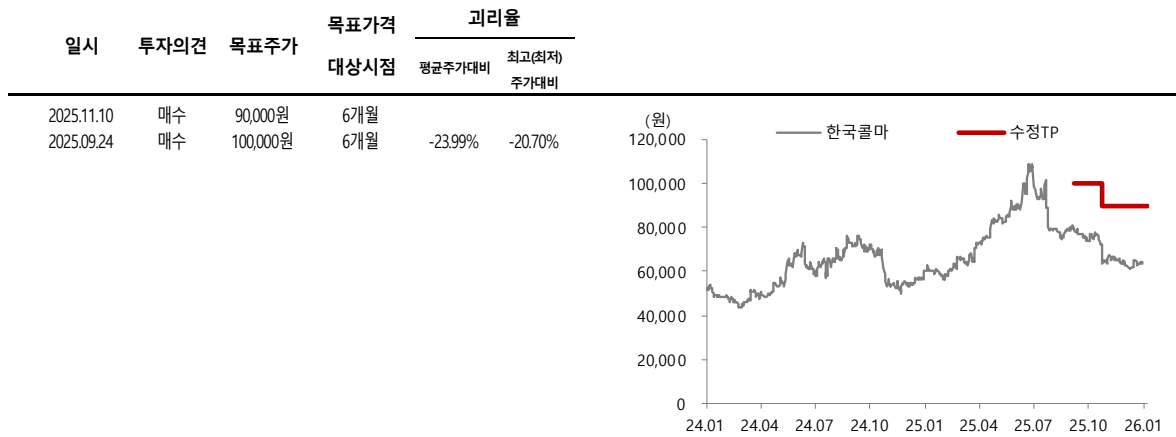
자료 : 한국콜마, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,156	2,452	2,715	2,922	3,146
매출원가	1,578	1,753	1,925	2,039	2,199
매출총이익	578	699	790	883	948
매출총이익률(%)	26.8	28.5	29.1	30.2	30.1
판매비와 관리비	442	505	545	596	630
영업이익	136	194	246	287	317
영업이익률(%)	6.3	7.9	9.0	9.8	10.1
비영업손익	-102	-54	-52	-47	-42
순금융손익	-37	-40	-34	-36	-38
외환관련손익	1	15	6	6	7
관계기업등 투자손익	3	12	5	7	8
세전계속사업이익	34	140	193	240	275
세전계속사업이익률(%)	1.6	5.7	7.1	8.2	8.7
계속사업법인세	9	14	48	60	69
계속사업이익	25	125	145	180	206
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	25	125	145	180	206
순이익률(%)	1.2	5.1	5.3	6.2	6.6
지배주주	5	90	104	129	148
지배주주귀속 순이익률(%)	0.2	3.7	3.8	4.4	4.7
비지배주주	20	35	41	51	58
총포괄이익	14	105	141	168	195
지배주주	-2	75	100	120	138
비지배주주	16	30	41	49	56
EBITDA	230	286	352	405	441

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	15.5	13.7	10.7	7.6	7.7
영업이익	85.8	42.4	26.7	16.7	10.6
세전계속사업이익	102.3	307.1	38.2	24.1	14.8
EBITDA	54.6	24.3	23.0	15.2	8.9
EPS	흑전	1,581.7	15.6	24.1	14.8
수익성 (%)					
ROA	0.8	4.1	4.5	5.1	5.5
ROE	0.8	12.5	12.5	14.0	14.4
EBITDA마진	10.7	11.7	13.0	13.9	14.0
안정성 (%)					
유동비율	70.0	70.7	71.8	76.5	85.8
부채비율	112.1	107.7	107.1	104.0	100.7
순차입금/자기자본	57.9	62.5	61.5	62.2	59.4
EBITDA/이자비용(배)	5.1	6.1	9.8	10.6	11.0
배당성향	264.4	18.9	18.8	18.3	17.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	227	3,816	4,412	5,474	6,286
BPS	28,347	33,579	37,103	41,259	46,046
CFPS	4,323	7,712	8,905	10,498	11,550
주당 현금배당금	600	720	830	1,000	1,100
Valuation지표 (배)					
PER	236.2	14.4	14.1	11.7	10.2
PBR	1.9	1.6	1.7	1.5	1.4
PCR	12.4	7.1	7.0	6.1	5.5
EV/EBITDA	12.3	10.3	9.2	8.4	8.0
배당수익률	1.1	1.3	1.3	1.6	1.7



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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2026년 01월 19일 기준)	매수	93.87%	중립	6.13%	매도	0.00%
---------------------------------------	----	--------	----	-------	----	-------