

한국콜마 (161890/KS)

별도법인 매출 성장세 견조

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

Signal: 4분기 영업이익 시장 컨센서스 소폭 하회

Key: 1분기 탐라인 가이드스 시장 컨센서스 대폭 상회

Step: 밸류에이션 매력과 긍정적인 1분기 실적 톤 고려, 저점매수 유효

매수(유지)

목표주가: 95,000 원(상향)

현재주가: 71,600 원

상승여력: 31.8%

STOCK DATA

주가(26/02/25)	71,600 원
KOSPI	6,083.86 pt
52주 최고가	109,200 원
60일 평균 거래대금	12 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	2,361 만주
시가총액	1,690 십억원
주요주주	
한국콜마홀딩스(외 22)	26.58%
NIHON KOLMAR	11.77%
외국인 지분율	35.69%

주가 및 상대수익률

4Q25 Review: 영업이익 시장 컨센서스 소폭 하회

한국콜마의 4분기 실적은 매출액 6,555 억 원(+11.0% YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익 479 억 원(+36.3%, OPM 7.3%) 기록해 영업이익 기준 시장 컨센서스인 499 억 원을 소폭 하회했다. **[별도법인]** 한국콜마 별도법인 실적은 매출액 2,683 억 원(+11.2%), 영업이익 223 억 원(+23.5%, OPM 8.3%) 기록해 당사 추정치 대비 매출액은 상회, 영업이익은 하회했다. 일시적인 재고조정으로 L 사 산하 브랜드향 매출이 감소했음에도 불구하고 인디 브랜드향 매출 성장세가 견조했다. 영업이익에 일회성 비용 97억 원이 반영되었으며, 이를 제거한 OPM은 11.9%로, 수익성도 견조했다. **[해외법인]** 매출 성장률은 지역별로 중국 +10.0%, 북미 -48.7% 기록했다. 북미의 경우 기존 최대 고객사향 매출 감소 영향이 지속되었다.

목표주가 상향, 저점 매수 유효

동사는 별도법인의 올해 1분기 및 연간 매출 성장률을 각각 +20%, +13%로 제시했으며(글로벌 MNC 향 신규 제품 물량 미반영 기준임), 이는 시장 컨센서스를 상회하는 수준이다. 실제로 2월까지의 매출이 인디 브랜드 중심으로 높은 성장률을 보이고 있는 것으로 파악된다. 여기에 더해 글로벌 MNC 향 신규 제품 물량이 1분기부터 본격적으로 매출로 인식될 것으로 전망되는 점도 긍정적이다. 실적 추정치 반영 시점을 '26, '27년으로 변경함에 따라 목표주가를 기존 90,000 원에서 95,000 원으로 상향하며, 투자 의견 '매수' 유지한다. 동사의 12MF PER 은 시장 컨센서스 기준 12.2 배로 역사적으로 부담이 없는 수준이다. 밸류에이션 매력도와 1분기 높은 탐라인 성장률 고려했을 때 저점 매수 유효하다.

추정치 변경 및 컨센서스 비교

	25년 4분기					26년 연간실적				
	실적 확정치	SK 증권 추정치	차이(%)	컨센서스	차이(%)	신규 추정치	이전 추정치	차이(%)	컨센서스	차이(%)
매출액(십억원)	655	648	1.1	649	0.9	2,928	2,922	0.2	2,934	-0.2
영업이익(십억원)	48	54	-11.1	50	-4.0	289	287	0.7	280	3.2
지배주주순이익(십억원)	45	24	87.5	23	95.7	136	129	5.4	135	0.7
영업이익률(%)	7.3	8.3	-	7.7	-	9.9	9.8	-	9.5	-
지배주주순이익률(%)	6.9	3.7	-	3.5	-	4.6	4.4	-	4.6	-

자료: SK 증권

한국콜마 부문별 실적 추정치										(단위: 십억 원, %)		
	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	'24	'25	'26E	
매출액	653	731	683	656	714	776	738	700	2,452	2,722	2,928	
한국콜마 별도	274	328	322	268	326	371	341	300	1,060	1,193	1,339	
HK 이노엔	247	263	261	292	278	281	286	296	897	1,063	1,141	
해외법인	72	78	49	48	60	70	56	55	256	247	241	
중국	42	50	32	33	42	50	32	33	159	156	157	
북미	30	28	17	15	18	20	24	22	97	91	83	
연우	64	71	62	55	57	63	63	57	275	251	240	
영업이익	60	73	58	48	67	87	73	51	194	240	289	
/OPM	9	10	9	7	9	11	10	7	8	9	10	
한국콜마 별도	34	49	44	22	43	59	48	28	122	150	178	
HK 이노엔	25	20	26	40	31	32	32	33	88	111	141	
기타 자회사	2	4	-12	-14	-8	-4	-8	-10	-18	-20	-29	
YoY 성장률												
매출액	14	11	9	11	9	6	8	7	14	11	8	
한국콜마 별도	11	10	18	11	19	13	6	12	24	13	12	
HK 이노엔	16	20	14	24	12	7	10	1	8	19	7	
해외법인	31	-1	-23	-19	-16	-11	14	15	-1	-4	-3	
연우	-5	-4	-15	-11	-10	-11	2	4	17	-9	-4	
영업이익	85	2	7	36	11	18	25	6	42	24	21	
한국콜마 별도	48	11	19	24	28	20	9	25	54	22	19	
HK 이노엔	47	-20	17	64	23	61	24	-17	34	26	27	
기타 자회사	-122	102	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	

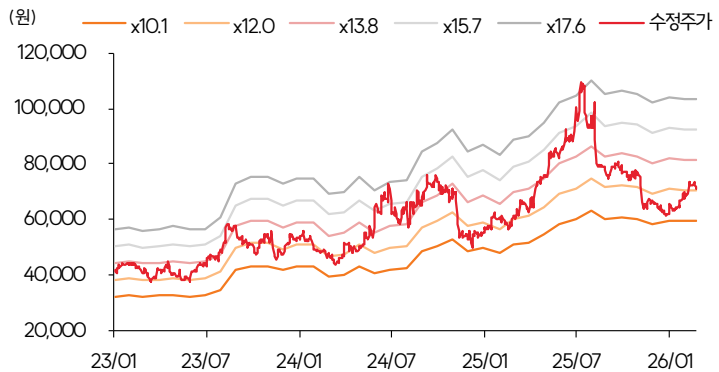
자료: 한국콜마, SK 증권

한국콜마 목표주가 산정로직

항목	단위	구분	값	산식
12MF 지배주주순이익	십억 원	(A)	141	
유통주식수	주	(B)	23,605,077	
12MF EPS	원	(C)	5,965	(A)/(B)
Target 멀티플	배	(D)	16	
목표주가	원	(E)	95,000	(C)*(D)
현재 주가	원	(F)	72,100	
주가 상승여력	%	(G)	31.8%	(E)/(F) - 1

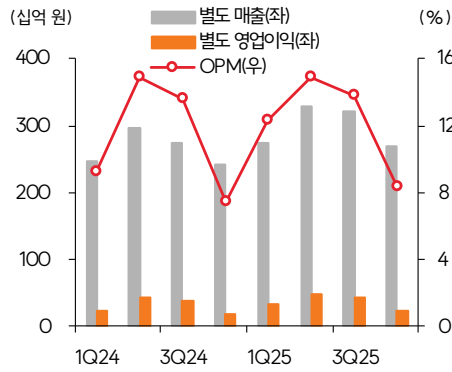
자료: SK 증권

한국콜마 12MF PER 밴드차트



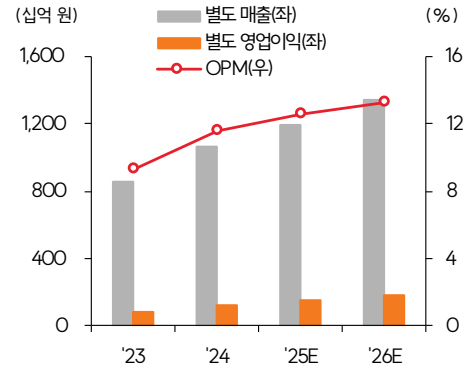
자료: Quantwise, SK 증권

별도법인 분기 실적 추이 및 추정치



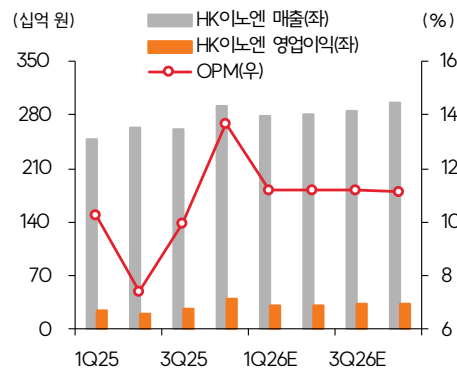
자료: 한국콜마, SK 증권

별도법인 연간 실적 추이 및 추정치



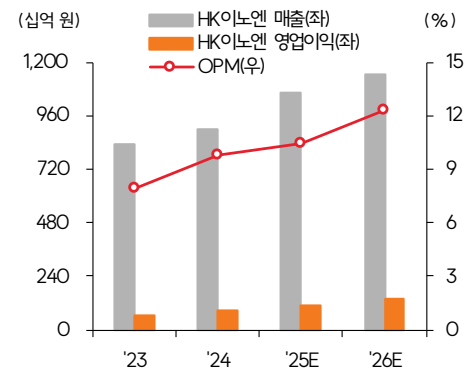
자료: 한국콜마, SK 증권

HK 이노엔 분기 실적 추이 및 추정치



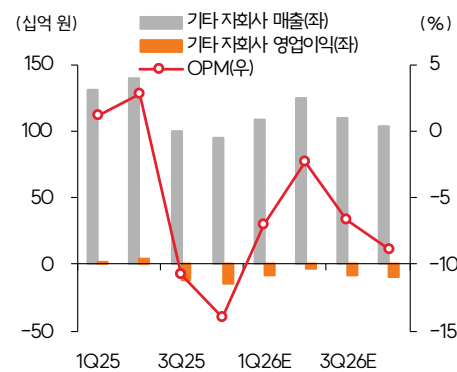
자료: 한국콜마, SK 증권

HK 이노엔 연간 실적 추이 및 추정치



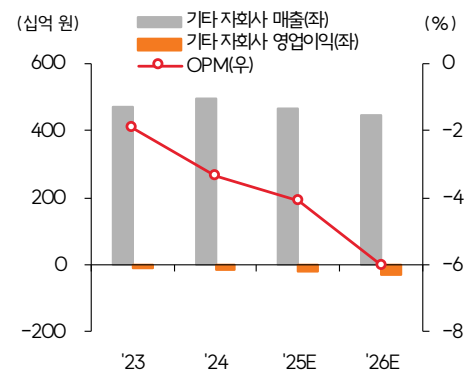
자료: 한국콜마, SK 증권

기타 자회사 분기 실적 추이 및 추정치



자료: 한국콜마, SK 증권

기타 자회사 연간 실적 추이 및 추정치



자료: 한국콜마, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	898	859	985	1,129	1,367
현금및현금성자산	171	142	180	143	169
매출채권 및 기타채권	324	294	327	352	379
재고자산	281	328	364	391	421
비유동자산	2,111	2,268	2,418	2,526	2,585
장기금융자산	60	66	80	86	98
유형자산	660	811	927	1,031	1,079
무형자산	1,271	1,249	1,247	1,245	1,243
자산총계	3,009	3,127	3,403	3,655	3,951
유동부채	1,284	1,215	1,346	1,445	1,553
단기금융부채	854	799	887	954	1,027
매입채무 및 기타채무	294	246	273	293	316
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	1,750	1,853	1,966
지배주주지분	649	793	897	999	1,126
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	596	710	849
비지배주주지분	770	713	756	803	859
자본총계	1,419	1,506	1,653	1,802	1,986
부채외자본총계	3,009	3,127	3,403	3,655	3,951

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	112	215	246	141	168
당기순이익(손실)	25	125	168	183	219
비현금성항목등	219	195	177	207	227
유형자산감가상각비	73	69	84	96	102
무형자산상각비	21	23	22	22	22
기타	126	103	71	88	103
운전자본감소(증가)	-76	-40	-22	-153	-167
매출채권및기타채권의감소(증가)	-60	40	-32	-25	-27
재고자산의감소(증가)	-41	-53	-36	-27	-30
매입채무및기타채무의증가(감소)	26	-7	27	21	22
기타	-74	-89	-120	-158	-183
법인세납부	-18	-25	-43	-61	-73
투자활동현금흐름	-156	-205	-271	-240	-198
금융자산의감소(증가)	-35	49	-17	-8	-12
유형자산의감소(증가)	-106	-245	-200	-200	-150
무형자산의감소(증가)	-16	-13	-20	-20	-20
기타	1	4	-34	-12	-16
재무활동현금흐름	-8	-43	71	44	49
단기금융부채의증가(감소)	-4	3	88	67	73
장기금융부채의증가(감소)	12	22	0	0	0
자본의증가(감소)	-2	33	0	0	0
배당금지급	-17	-19	-17	-23	-24
기타	3	-81	0	0	0
현금의 증가(감소)	-49	-29	38	-37	26
기초현금	220	171	142	180	143
기말현금	171	142	180	143	169
FCF	6	-30	46	-59	18

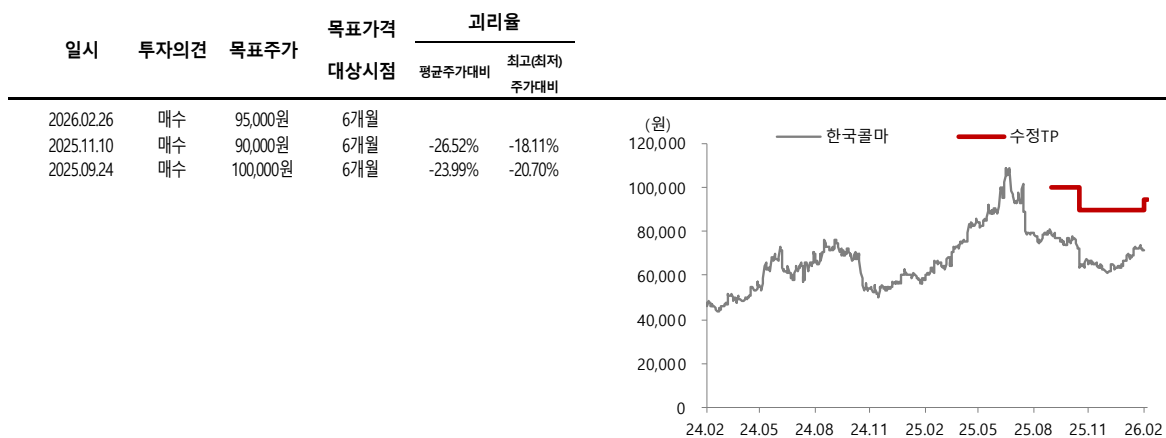
자료 : 한국콜마, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,156	2,452	2,722	2,928	3,152
매출원가	1,578	1,753	1,931	2,055	2,208
매출총이익	578	699	791	873	944
매출총이익률(%)	26.8	28.5	29.1	29.8	29.9
판매비와 관리비	442	505	552	584	614
영업이익	136	194	240	289	330
영업이익률(%)	6.3	7.9	8.8	9.9	10.5
비영업손익	-102	-54	-28	-44	-39
순금융손익	-37	-40	-34	-36	-38
외환관련손익	1	15	5	6	7
관계기업등 투자손익	3	12	0	5	6
세전계속사업이익	34	140	212	245	292
세전계속사업이익률(%)	1.6	5.7	7.8	8.4	9.3
계속사업법인세	9	14	43	61	73
계속사업이익	25	125	168	183	219
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	25	125	168	183	219
순이익률(%)	1.2	5.1	6.2	6.3	6.9
지배주주	5	90	125	136	163
지배주주귀속 순이익률(%)	0.2	3.7	4.6	4.7	5.2
비지배주주	20	35	43	47	56
총포괄이익	14	105	164	172	207
지배주주	-2	75	117	122	147
비지배주주	16	30	47	50	60
EBITDA	230	286	346	408	455

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	15.5	13.7	11.0	7.6	7.7
영업이익	85.8	42.4	23.5	20.7	14.3
세전계속사업이익	102.3	307.1	51.5	15.5	19.3
EBITDA	54.6	24.3	20.9	18.0	11.5
EPS	흑전	1,581.7	39.0	8.9	19.3
수익성 (%)					
ROA	0.8	4.1	5.2	5.2	5.8
ROE	0.8	12.5	14.8	14.4	15.3
EBITDA마진	10.7	11.7	12.7	13.9	14.4
안정성 (%)					
유동비율	70.0	70.7	73.2	78.1	88.0
부채비율	112.1	107.7	105.8	102.8	99.0
순차입금/자기자본	57.9	62.5	59.6	60.1	56.7
EBITDA/이자비용(배)	5.1	6.1	9.6	10.7	11.3
배당성향	264.4	18.9	18.1	17.3	16.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	227	3,816	5,304	5,779	6,896
BPS	28,347	33,579	37,995	42,325	47,722
CFPS	4,323	7,712	9,797	10,802	12,160
주당 현금배당금	600	720	960	1,000	1,100
Valuation지표 (배)					
PER	236.2	14.4	11.7	12.4	10.4
PBR	1.9	1.6	1.6	1.7	1.5
PCR	12.4	7.1	6.3	6.6	5.9
EV/EBITDA	12.3	10.3	9.3	8.8	8.1
배당수익률	1.1	1.3	1.5	1.4	1.5



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 02월 26일 기준)	매수	92.86%	중립	7.14%	매도	0.00%
---------------------------------------	----	--------	----	-------	----	-------