

한국콜마 (161890)

2026년 국내 믿음, 북미 흐림

4Q25 Review: 국내법인 기대치 상회

한국콜마의 2025년 4분기 실적은 매출액 6,555억원(+11% YoY), 영업이익 478억원(+36% YoY)으로 영업이익 시장기대치 500억원에 부합하였다. 4분기 국내 법인은 회사 측이 당초 한 자릿수 중반 성장을 가이던스로 제시했으나, 글로벌 MNC향 라인 조정에도 불구하고 주요 인디브랜드 고객사들의 수출 수요가 예상보다 강하게 들어오며 이를 크게 상회하는 매출액 2,683억원(+11% YoY)을 달성했다. 선케어 비수기임에도 릴리프크림 등 스킨케어 브랜드의 보습 제품 수요가 증가하며 스킨케어 비중이 62%까지 확대되었고, 인센티브 추가 총당 및 임직원 보상 61억원, 협력사 격려금 26억원, 판매보증비 10억원 등 통상 1분기에 반영되는 일회성 비용이 4분기에 선반영되었음에도 영업이익률이 전년 대비 0.8%p 개선된 8.3%를 기록하여 본업의 수익성이 양호했음을 확인할 수 있다.

국내 성장은 확실, 북미는 아직

한국콜마에 대해 투자이건 Buy, 목표주가 88,000원을 유지한다. 당사는 실적 컨퍼런스 콜에서 2026년 실적 가이던스를 제시하였다. 1분기 국내 법인은 매출 성장을 전년 대비 20%, 영업이익률 13~14%를 제시했는데, 이는 4분기에 생산한 글로벌 MNC 물량을 제외한 보수적인 수치다. 연간으로는 국내 법인 13% 성장, 중국 법인 한 자릿수 중반 성장 및 영업이익률 한 자릿수 중반을 전망하며, 이탈했던 선케어 브랜드들의 복귀와 글로벌 MNC 플래그십 매출 인식 개시 시 추가 성장 가능성도 열려 있다. 다만 해외 법인의 부진은 지속되고 있다. 미국 법인은 연간 매출 600억원, 영업적자 150억원을 가이던스로 제시했으며, 기존 최대 고객사 주문 감소와 2공장 신규 고객사 라인 오딧 비용 반영으로 적자가 확대되고 있어 회사 측도 턱어라운드 중장기 관점에서 접근해야 한다고 밝혔다. 캐나다 법인 역시 연간 매출 350억원, 영업적자 50억원으로 적자 기조가 이어질 전망이다. 국내 법인의 견조한 성장세가 해외 법인의 적자를 상쇄할 것으로 예상되나, 북미 법인 정상화 시점이 불확실한 점을 감안하여 목표주가를 유지한다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025P	2026F
매출액	21,557	24,521	27,224	29,200
영업이익	1,361	1,939	2,396	2,630
지배순이익	52	901	1,251	1,540
PER	203.5	15.2	14.9	11.7
PBR	1.6	1.7	2.1	1.8
EV/EBITDA	11.5	10.6	10.3	9.0
ROE	0.8	12.5	15.0	16.4

자료: 유안타증권



이승은 화장품/의료기기/유통
seungeun.lee@yuantakorea.com

김도엽 Research Assistant
doyub.kim@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 **88,000원 (M)**

직전 목표주가 **88,000원**

현재주가 (2/27) **76,300원**

상승여력 **15%**

시가총액	18,011억원
총발행주식수	23,605,077주
60일 평균 거래대금	126억원
60일 평균 거래량	185,596주
52주 고/저	109,200원 / 60,100원
외인지분율	36.68%
배당수익률	1.31%
주요주주	한국콜마홀딩스 외 22 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	13.7	16.0	25.9
상대	(7.4)	(26.0)	(47.1)
절대 (달러환산)	14.2	18.0	26.2

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

[Fig. 1] 한국콜마 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	2025P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2026E
매출액	6,531	7,308	6,830	6,555	27,224	7,110	7,610	7,390	7,090	29,200
한국콜마	2,743	3,281	3,220	2,683	11,928	3,250	3,600	3,500	3,100	13,450
우시	416	499	318	329	1,563	430	450	420	400	1,700
USA	217	184	81	67	549	150	150	150	150	600
캐나다	87	100	92	80	359	80	80	80	80	320
HK inno.N	2,474	2,631	2,608	2,919	10,632	2,700	2,830	2,820	2,940	11,290
연우	637	707	618	547	2,509	550	600	550	500	2,200
YoY	14	11	9	11	11	9	4	8	8	7
한국콜마	11	11	18	11	13	18	10	9	16	13
우시	20	-5	-13	10	2	3	-10	32	22	9
USA	211	37	-54	-66	-5	-31	-18	85	124	9
캐나다	-3	-21	0	-8	-9	-8	-20	-13	0	-11
HK inno.N	16	20	14	24	19	9	8	8	1	6
연우	-5	-4	-15	-11	-9	-14	-15	-11	-9	-12
영업이익	599	735	583	478	2,396	626	761	686	557	2,630
한국콜마	339	490	443	223	1,495	410	540	450	270	1,670
우시	31	61	-16	-16	59	20	25	20	5	70
USA	15	-2	-64	-83	-134	-60	-60	-60	-60	-240
캐나다	-13	3	-13	-31	-54	-15	-15	-15	-15	-60
HK inno.N	254	195	259	401	1,109	290	290	310	380	1,270
연우	-10	8	-2	8	3	1	1	1	-3	0
영업이익률	9	10	9	7	9	9	10	9	8	9
한국콜마	12	15	14	8	13	13	15	13	9	12
우시	7	12	-5	7	12	5	6	5	1	4
USA	7	-1	-79	7	0	-40	-40	-40	-40	-40
캐나다	-15	3	-14	-15	0	-19	-19	-19	-19	-19
HK inno.N	10	7	10	14	10	11	10	11	13	11
연우	-2	1	-0	-2	0	0	0	0	-1	0

자료: 한국콜마, 유안타증권 리서치센터

[Fig. 2] 한국콜마 실적 추정 변경 내역

(단위: 억원, %, %p)

	변경 전		변경 후		변경 전 대비	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
매출액	29,360	31,700	29,200	30,400	-0.5%	-4.1%
영업이익	2,740	3,100	2,630	2,900	-4.0%	-6.5%
OPM	9.3%	9.8%	9.0%	9.5%	-0.3%p	-0.2%p

자료: 유안타증권 리서치센터

한국콜마 (161890) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
매출액	21,557	24,521	27,224	29,200	30,400
매출원가	15,775	17,531	19,310	20,350	21,100
매출충이익	5,781	6,989	7,914	8,850	9,300
판매비	4,420	5,051	5,519	6,220	6,400
영업이익	1,361	1,939	2,396	2,630	2,900
EBITDA	2,299	2,858	3,315	3,550	3,820
영업외손익	-1,018	-541	-279	-230	-200
외환관련손익	5	153	-90	-100	-100
이자손익	-367	-398	-390	-330	-262
관계기업관련손익	33	122	122	122	122
기타	-690	-418	79	78	40
법인세비용차감전순손익	343	1,398	2,117	2,400	2,700
법인세비용	92	144	434	490	550
계속사업순손익	251	1,253	1,683	1,910	2,150
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	251	1,253	1,683	1,910	2,150
지배지분순이익	52	901	1,251	1,540	1,760
포괄순이익	144	1,055	1,484	1,711	1,951
지배지분포괄이익	-19	750	1,056	1,217	1,388

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,122	2,154	2,465	2,827	3,201
당기순이익	251	1,253	1,683	1,910	2,150
감가상각비	727	693	693	693	693
외환손익	0	-102	90	100	100
중속, 관계기업관련손익	-26	-11	-122	-122	-122
자산부채의 증감	-762	-404	-668	-542	-408
기타현금흐름	933	725	789	788	788
투자활동 현금흐름	-1,557	-2,052	-565	-539	-511
투자자산	10	42	-18	-13	-8
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,068	-2,472	-500	-500	-500
유형자산 감소	6	17	16	20	25
기타현금흐름	-504	361	-63	-46	-28
재무활동 현금흐름	-84	-432	-2,205	-2,209	-2,213
단기차입금	900	1,760	-487	-490	-494
사채 및 장기차입금	-545	-1,285	-500	-500	-500
자본	-22	327	0	0	0
현금배당	-166	-194	-170	-170	-170
기타현금흐름	-252	-1,042	-1,049	-1,049	-1,049
연결범위변동 등 기타	26	41	799	708	631
현금의 증감	-492	-290	494	787	1,108
기초 현금	2,201	1,708	1,419	1,912	2,699
기말 현금	1,708	1,419	1,912	2,699	3,808
NOPLAT	1,361	1,939	2,396	2,630	2,900
FCF	54	-318	1,965	2,327	2,701

자료: 유안타증권

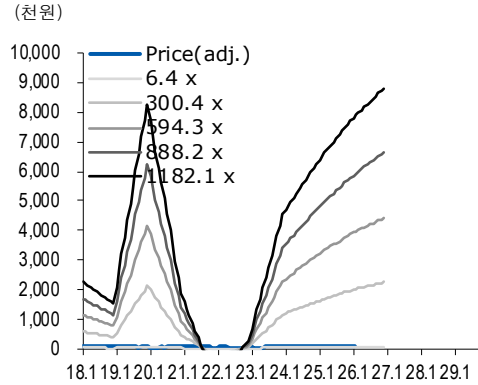
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
유동자산	8,984	8,587	9,860	11,216	12,671
현금및현금성자산	1,708	1,419	1,912	2,699	3,808
매출채권 및 기타채권	3,238	2,945	3,269	3,507	3,651
재고자산	2,809	3,277	3,638	3,902	4,062
비유동자산	21,111	22,680	22,253	21,827	21,390
유형자산	6,604	8,111	7,902	7,689	7,471
관계기업 등 지분관련 자산	156	96	107	115	120
기타투자자산	379	449	456	462	465
자산총계	30,094	31,267	32,113	33,043	34,061
유동부채	12,837	12,150	11,622	10,967	10,177
매입채무 및 기타채무	3,896	3,604	4,002	4,292	4,469
단기차입금	4,000	5,794	5,294	4,794	4,294
유동성장기부채	4,384	2,074	1,574	1,074	574
비유동부채	3,071	4,059	4,119	4,162	4,189
장기차입금	1,385	595	595	595	595
사채	599	2,494	2,494	2,494	2,494
부채총계	15,908	16,210	15,741	15,130	14,366
지배지분	6,486	7,926	8,809	9,981	11,372
자본금	114	118	118	118	118
자본잉여금	2,623	2,947	2,947	2,947	2,947
이익잉여금	3,676	4,879	5,961	7,331	8,921
비지배지분	7,700	7,131	7,562	7,932	8,322
자본총계	14,186	15,057	16,372	17,913	19,695
순차입금	8,209	9,418	7,874	6,051	3,921
총차입금	11,034	11,510	10,523	9,533	8,539

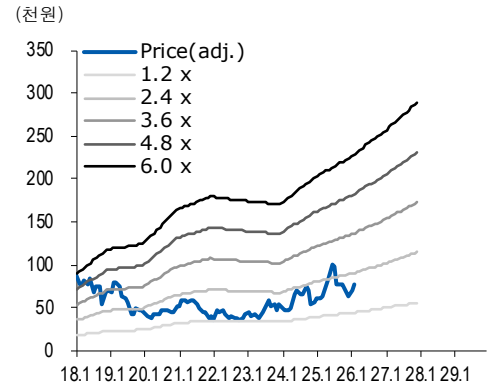
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
EPS	227	3,830	5,302	6,524	7,456
BPS	28,347	33,579	37,320	42,283	48,178
EBITDAPS	10,046	12,154	14,045	15,038	16,182
SPS	94,212	104,272	115,332	123,702	128,786
DPS	600	720	720	720	720
PER	203.5	15.2	14.9	11.7	10.2
PBR	1.6	1.7	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	11.5	10.6	10.3	9.0	7.9
PSR	0.5	0.6	0.7	0.6	0.6

재무비율	(단위: 배, %)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	15.5	13.7	11.0	7.3	4.1
영업이익 증가율 (%)	85.8	42.4	23.6	9.8	10.3
지배순이익 증가율 (%)	흑전	1,634.9	38.9	23.1	14.3
매출총이익률 (%)	26.8	28.5	29.1	30.3	30.6
영업이익률 (%)	6.3	7.9	8.8	9.0	9.5
지배순이익률 (%)	0.2	3.7	4.6	5.3	5.8
EBITDA 마진 (%)	10.7	11.7	12.2	12.2	12.6
ROIC	4.7	7.9	8.5	9.4	10.4
ROA	0.2	2.9	3.9	4.7	5.2
ROE	0.8	12.5	15.0	16.4	16.5
부채비율 (%)	112.1	107.7	96.1	84.5	72.9
순차입금/자기자본 (%)	126.6	118.8	89.4	60.6	34.5
영업이익/금융비용 (배)	3.0	4.2	5.3	6.4	7.8

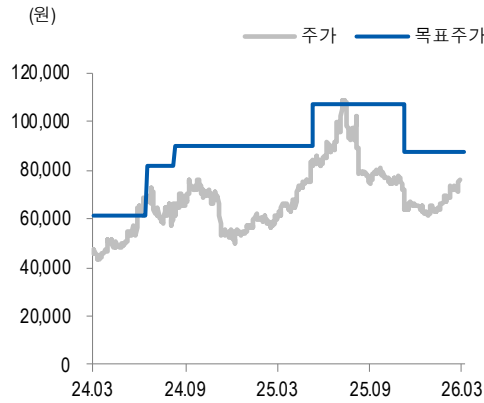
P/E band chart



P/B band chart



한국콜마 (161890) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-03-03	BUY	88,000	1년		
2025-11-10	BUY	88,000	1년		
2025-05-12	BUY	107,000	1년	-20.36	2.06
2024-08-12	BUY	90,000	1년	-28.93	-7.11
2024-06-17	BUY	82,000	1년	-22.44	-10.98
2023-11-14	BUY	61,000	1년	-16.18	12.13

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자이견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	94.2
Hold(중립)	5.8
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-03-03

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이승은)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.