

한국콜마 (161890)

해외 법인 턴어라운드 절실

3Q Review: 국내 독주, 4Q Preview: 해외 적자 지속

한국콜마의 3분기 연결 실적은 매출 6,830억원(+9.0% YoY), 영업이익 583억원(+7.0% YoY, OPM 8.5%)을 기록하며 영업이익 시장기대치 678억원을 하회하였다.

국내 법인은 3분기 매출 3,220억원(+18% YoY), 영업이익률 13.8%로 3분기 사상 최대 실적을 경신했다. 스킨케어 49%, 선풍기 28%, 메이크업 17%로 스킨케어 수출 호조가 견인했다. 국내 최대 선풍기 브랜드가 최대 고객사로 부상하고 글로벌 MNC 유럽향 메이크업 매출이 본격화되었다. 4분기는 매출 성장을 미드싱글 YoY, OPM 9%대로 보수적인 가이드언스를 제시하였다. 추석 선출고 100억원과 12월 글로벌 MNC 물량으로 성장이 제한되는 것으로 보인다.

중국 법인은 3분기 매출 318억원(-13% YoY), 영업적자 16억원으로 적자 전환했다. 선풍기 11%, 스킨케어 19%, 메이크업 62% 구조다. 4분기 가이드언스로 매출 300억원, 영업적자 10억원을 제시했다. 가동률 39%로 고정비 부담이 지속되고 있다. 중국은 선/스킨케어 제조 시 포물레이션을 정부에 제출해야 하는 영업기밀 공개 딜레마로 현재는 대중적 포물레이션 중심이며, 고객 확보를 위해 포물레이션 추가를 검토 중이다.

미국 법인은 3분기 매출 81억원(-54% YoY), 영업적자 64억원(1&2공장 적자 30억원+기술 영업센터 34억원)을 기록했다. 최대 고객사 주문 감소와 2공장 고객들의 주문 연기로 가동률이 5%까지 하락했다. 4분기 가이드언스로 매출 100억원, 영업적자 40~50억원을 제시했다. 분기별 50억원(2공장 20억원+기술영업센터 30억원)이 고정비로 내년 상반기까지 현 수준 지속 전망이다. 고객 확보를 포함한 다각화 영업 전략을 추진 중이나 3Q26에야 2공장 본격 기여가 가능할 것으로 보인다.

캐나다 법인은 3분기 매출 92억원(+0.2% YoY), 영업적자 13억원으로 적자가 축소되었고, 4분기 가이드언스로 매출 90억원, 영업적자 10억원을 제시했다. 미국 외 지역 수출 고객사 확보로 수익성 개선을 추진 중이다. 연우는 3분기 매출 618억원(-15% YoY), 영업적자 2억원으로 적자 전환했다. 국내 인디브랜드 비중 확대에도 레거시 고객 매출 감소로 부진했으며, 4분기 가이드언스로 매출 600억원 초반, 소폭 영업적자를 제시했다. 튜브/쿠션 경쟁력 강화 CAPEX 확대로 중장기 개선이 기대된다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	21,557	24,521	26,919	29,360
영업이익	1,361	1,939	2,357	2,740
지배순이익	52	901	950	1,250
PER	203.5	15.2	17.9	13.6
PBR	1.6	1.7	2.0	1.8
EV/EBITDA	11.5	10.6	10.0	8.6
ROE	0.8	12.5	11.6	14.0

자료: 유안타증권



이승은 화장품/의료기기/유통

seungeun.lee@yuantakorea.com

김도엽 Research Assistant

doyub.kim@yuantakorea.com

BUY (M)
목표주가 88,000원 (D)
직전 목표주가 107,000원
현재주가 (11/7) 72,100원
상승여력 22%

시가총액	17,019억원
총발행주식수	23,605,077주
60일 평균 거래대금	184억원
60일 평균 거래량	232,642주
52주 고/저	109,200원 / 49,800원
외인지분율	36.86%
배당수익률	1.31%
주요주주	한국콜마홀딩스 외 23 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(6.7)	(29.4)	8.4
상대	(16.3)	(42.4)	(29.7)
절대 (달러환산)	(10.4)	(33.1)	3.9

[Fig. 1] 한국콜마 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	1Q.24	2Q.24	3Q.24	4Q.24	2024	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	2025E
매출액	5,748	6,603	6,265	5,905	24,521	6,531	7,308	6,830	6,250	26,919
한국콜마	2,478	2,970	2,736	2,412	10,597	2,743	3,281	3,220	2,530	11,774
우시	346	527	366	299	1,537	416	499	318	300	1,533
USA	70	134	175	201	579	217	184	81	100	582
캐나다	90	126	92	87	395	87	100	92	90	369
HK inno.N	2,126	2,193	2,295	2,357	8,971	2,474	2,631	2,608	2,700	10,413
연우	672	740	728	615	2,755	637	707	618	620	2,582
YoY	18	10	21	7	14	14	11	9	6	10
한국콜마	23	17	47	12	24	11	11	18	5	11
우시	5	-7	1	-8	-3	20	-5	-13	0	0
USA	8	61	55	76	55	211	37	-54	-50	1
캐나다	-25	-12	-13	-4	-14	-3	-21	0	3	-7
HK inno.N	15	7	6	5	8	16	20	14	15	16
연우	33	17	19	0	17	-5	-4	-15	1	-6
영업이익	324	717	545	351	1,939	599	735	583	440	2,357
한국콜마	228	442	372	181	1,223	339	490	443	240	1,512
우시	18	67	10	-15	80	31	61	-16	-10	66
USA	-25	-13	-34	12	-60	15	-2	-64	-50	-101
캐나다	-21	-9	-18	-39	-87	-13	3	-13	-10	-33
HK inno.N	173	243	222	244	882	254	195	259	280	988
연우	0	12	12	-10	14	-10	8	-2	5	-6
영업이익률	6	11	9	6	8	9	10	9	7	9
한국콜마	9	15	14	7	12	12	15	14	9	13
우시	5	13	3	-5	5	7	12	-5	-3	4
USA	-36	-10	-19	6	-10	7	-1	-79	-50	-17
캐나다	-23	-7	-20	-45	-22	-15	3	-14	-11	-10
HK inno.N	8	11	10	10	10	10	7	10	10	9
연우	0	2	2	-2	1	-2	1	-0	1	0

자료: 한국콜마, 유안타증권 리서치센터

[Fig. 2] 한국콜마 실적 추정 변경 내역

(단위: 억원, %, %p)

	변경 전			변경 후			변경 전 대비		
	4Q25E	2025E	2026E	4Q25E	2025E	2026E	4Q25E	2025E	2026E
매출액	6,730	27,525	29,300	6,250	26,919	29,360	-7.1%	-2.2%	0.2%
영업이익	575	2,584	2,850	440	2,357	2,740	-23.5%	-8.8%	-3.9%
OPM	8.5%	9.4%	9.7%	7.0%	8.8%	9.3%	-1.5%p	-0.6%p	-0.4%p

자료: 유안타증권 리서치센터

한국콜마에 대해 투자의견 Buy 를 유지하고 목표주가는 4분기 실적 조정을 반영하여, 88,000원으로 하향한다. 목표주가는 12M Fwd EPS 에 목표 PER 17배를 적용하였다.

목표주가 조정은 단기 실적 모멘텀 둔화를 반영한 것이다. 3분기 전체 매출의 47%를 차지하는 국내 법인의 4분기 매출액 성장률 가이드스가 미드싱글 YoY 로 제시되어 3분기 매출액 성장률 +18% YoY 대비 둔화가 예상된다. 추석 연휴에 따른 기저효과와 글로벌 MNC 물량 생산을 위한 라인 조정이 주요 요인이나, 성장 모멘텀 둔화는 부담 요인이다.

해외 법인의 경우 4분기 미국 영업적자 40~50억원, 중국 영업적자 10억원 등 단기 개선이 제한적일 전망이다. 미국 2공장은 3Q26부터 본격 기여가 예상되며, 중국은 스킨케어 고객 확보를 통한 제품 믹스 개선이 과제라 남아있다.

다만 국내 법인의 안정적인 시장 지위와 수익성, 글로벌 MNC 고객 다변화, 중장기 해외 법인 정상화 가능성을 고려하여 투자의견 Buy는 유지한다. 향후 주가 재평가를 위해서는 국내 법인의 성장률 회복과 해외 법인 수익성 개선 신호가 확인되어야 할 것으로 판단된다.

[Fig. 3] 한국콜마 목표주가 산정 PER Multiple

	2025F	2026F	비고
[지배주주]순이익 (억원)	950	1,250	
주식수 (만주)	2,361	2,361	보통주 기말 발행 주식수
EPS (원)	4,025	5,295	12M Fwd EPS
적정 PER (배)	17.0	17.0	
적정주가 (원)	68,417	90,023	88,000원
상승여력 (%)	-5.1	24.9	상승여력 22%

자료: 유안타증권 리서치센터

한국콜마 (161890) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	21,557	24,521	26,919	29,360	31,700
매출원가	15,775	17,531	19,030	20,700	22,300
매출총이익	5,781	6,989	7,889	8,660	9,400
판매비	4,420	5,051	5,532	5,920	6,300
영업이익	1,361	1,939	2,357	2,740	3,100
EBITDA	2,299	2,858	3,277	3,660	4,020
영업외손익	-1,018	-541	-657	-590	-580
외환관련손익	5	153	-90	-100	-100
이자손익	-367	-398	-395	-344	-285
관계기업관련손익	33	122	122	122	122
기타	-690	-418	-294	-267	-316
법인세비용차감전순이익	343	1,398	1,700	2,150	2,520
법인세비용	92	144	400	531	600
계속사업순이익	251	1,253	1,300	1,620	1,921
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	251	1,253	1,300	1,620	1,921
지배지분순이익	52	901	950	1,250	1,531
포괄순이익	144	1,055	1,102	1,421	1,722
지배지분포괄이익	-19	750	783	1,011	1,225

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

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,122	2,154	2,177	2,500	2,818
당기순이익	251	1,253	1,300	1,620	1,921
감가상각비	727	693	693	693	693
외환손익	0	-102	90	100	100
중속, 관계기업관련손익	-26	-11	-122	-122	-122
자산부채의 증감	-762	-404	-616	-623	-605
기타현금흐름	933	725	832	832	832
투자활동 현금흐름	-1,557	-2,052	-556	-553	-545
투자자산	10	42	-16	-16	-16
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,068	-2,472	-500	-500	-500
유형자산 감소	6	17	16	20	25
기타현금흐름	-504	361	-56	-57	-55
재무활동 현금흐름	-84	-432	-2,207	-2,206	-2,207
단기차입금	900	1,760	-488	-488	-488
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	726	711	701
현금의 증감	-492	-290	141	451	767
기초 현금	2,201	1,708	1,419	1,559	2,011
기말 현금	1,708	1,419	1,559	2,011	2,777
NOPLAT	1,361	1,939	2,357	2,740	3,100
FCF	54	-318	1,677	2,000	2,318

자료: 유안타증권

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

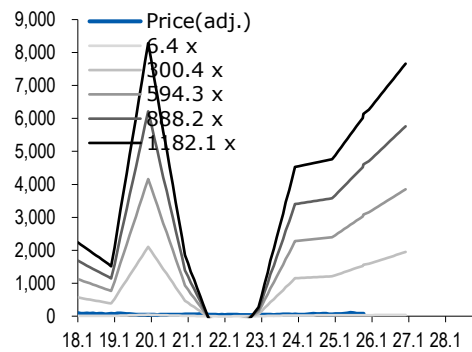
재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	8,984	8,587	9,419	10,574	12,015
현금및현금성자산	1,708	1,419	1,559	2,011	2,777
매출채권 및 기타채권	3,238	2,945	3,233	3,526	3,807
재고자산	2,809	3,277	3,597	3,923	4,236
비유동자산	21,111	22,680	22,251	21,828	21,399
유형자산	6,604	8,111	7,902	7,689	7,471
관계기업 등 지분관련 자산	156	96	106	115	125
기타투자자산	379	449	456	462	469
자산총계	30,094	31,267	31,670	32,402	33,414
유동부채	12,837	12,150	11,569	10,995	10,404
매입채무 및 기타채무	3,896	3,604	3,957	4,316	4,660
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	4,112	4,166	4,217
장기차입금	1,385	595	595	595	595
사채	599	2,494	2,494	2,494	2,494
부채총계	15,908	16,210	15,681	15,161	14,621
지배지분	6,486	7,926	8,508	9,390	10,552
자본금	114	118	118	118	118
자본잉여금	2,623	2,947	2,947	2,947	2,947
이익잉여금	3,676	4,879	5,659	6,740	8,101
비지배지분	7,700	7,131	7,481	7,851	8,240
자본총계	14,186	15,057	15,989	17,240	18,793
순차입금	8,209	9,418	8,233	6,737	4,927
총차입금	11,034	11,510	10,522	9,534	8,545

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	227	3,830	4,025	5,297	6,485
BPS	28,347	33,579	36,043	39,779	44,703
EBITDAPS	10,046	12,154	13,882	15,504	17,029
SPS	94,212	104,272	114,041	124,380	134,293
DPS	600	720	720	720	720
PER	203.5	15.2	17.9	13.6	11.1
PBR	1.6	1.7	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	11.5	10.6	10.0	8.6	7.5
PSR	0.5	0.6	0.6	0.6	0.5

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	15.5	13.7	9.8	9.1	8.0
영업이익 증가율 (%)	85.8	42.4	21.6	16.2	13.1
지배순이익 증가율 (%)	흑전	1,634.9	5.5	31.6	22.4
매출총이익률 (%)	26.8	28.5	29.3	29.5	29.7
영업이익률 (%)	6.3	7.9	8.8	9.3	9.8
지배순이익률 (%)	0.2	3.7	3.5	4.3	4.8
EBITDA 마진 (%)	10.7	11.7	12.2	12.5	12.7
ROIC	4.7	7.9	8.1	9.3	10.7
ROA	0.2	2.9	3.0	3.9	4.7
ROE	0.8	12.5	11.6	14.0	15.4
부채비율 (%)	112.1	107.7	98.1	87.9	77.8
순차입금/자기자본 (%)	126.6	118.8	96.8	71.7	46.7
영업이익/금융비용 (배)	3.0	4.2	5.2	6.6	8.3

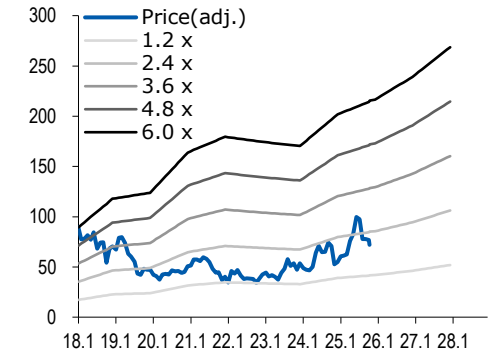
P/E band chart

(천원)

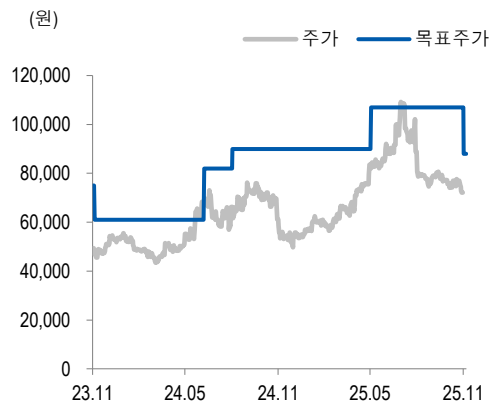


P/B band chart

(천원)



한국콜마 (161890) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
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
2023-08-14	BUY	75,000	1년	-29.48	-22.67

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

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

주: 기준일 2025-11-10

※ 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 대상법인의 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.