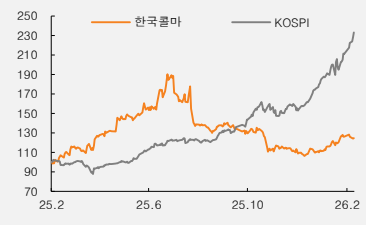


투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	95,000원
현재주가(26/2/25)	71,600원
상승여력	32.7%

영업이익(25F,십억원)	240
Consensus 영업이익(25F,십억원)	242
EPS 성장률(25F,%)	38.5
MKT EPS 성장률(25F,%)	36.0
P/E(25F,x)	11.7
MKT P/E(25F,x)	20.8
KOSPI	6,083.86
시가총액(십억원)	1,690
발행주식수(백만주)	24
유동주식비율(%)	73.4
외국인 보유비중(%)	35.6
베타(12M) 일간수익률	0.25
52주 최저가(원)	58,000
52주 최고가(원)	109,200

(%)	1M	6M	12M
절대주가	7.3	-9.6	23.4
상대주가	-12.0	-52.3	-46.6



[화장품/유통/의류]

배송이
songyi.bae@miraeasset.com

161890 · 화장품

한국콜마

가격 매력 발생

4Q25 Review: 예상보다 양호했던 별도

한국콜마의 4Q25 실적은 매출액 6,555억원(YoY +11%), 영업이익 478억원(YoY +36%)으로 시장 기대치를 소폭 하회하였다. 일회성 비용(추가 상여총당 61억원, 협력사 격려금 26억원, 판매보조금 10억원) 감안하면 예상보다 양호한 수준이다.

국내 별도가 매출액 2,683억원(YoY +11%), 영업이익 223억원(YoY +24%, OPM 8.3%)으로 예상보다 타라인, 마진 전반 양호했다. 글로벌 MNC향 라인 조정으로 인해 인디 브랜드 매출에 일부 차질이 있을 것으로 예상되었으나, 강한 인디 브랜드 오더 수요에 비롯해 우려 대비 견조한 성장을 시현하였다. 최근 글로벌 퍼포먼스가 좋은 인디 브랜드가 신규로 Top10 고객사에 진입한 것으로 파악된다. 마진도 전년 대비 개선되었으며, 일회성 비용을 감안하면 비수기에도 불구하고 두 자릿수를 수성하였다.

미국이 매출액 67억원(YoY -67%), 영업적자 83억원(적전, YoY -95억원)으로 부진이 심화되는 모습이다. 직전 분기부터 1공장 주력 고객사 오더가 크게 감소하는 중이며, 사측은 향후에도 해당 고객사에 대해서는 보수적인 전망을 견지하고 있다. 다만 2공장이 하반기 본격적으로 실적 기여할 예정으로 하반기로 갈수록 점진 개선될 것으로 기대한다.

중국은 매출액 329억원(YoY +10%), 영업적자 16억원(적축, YoY +1억원)을 기록했다. 계절적 비수기로 적자 기록했으나 영업 상황상 특이사항은 없었다.

별도 호조 지속 + 12MF PER 11배

별도 호조세가 가속화되는 흐름이다. 1분기 별도 매출은 20% 이상 성장할 것으로 예상되며, 경쟁사 대비 마진도 양호하게 방어할 전망이다. 인디 오더가 주축하며 글로벌 MNC향 매출도 기여할 것으로 기대된다. 자회사 부진이 아쉽지만 12MF PER 11배의 절대적 저평가 구간에서는 주력 사업인 별도 모멘텀이 더 부각될 수 있다고 판단한다(업종 평균 12MF PER 21배, 코스맥스 12MF PER 17배). 매수 유효한 구간이다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	2,156	2,452	2,722	2,964	3,259
영업이익 (십억원)	136	194	240	273	312
영업이익률 (%)	6.3	7.9	8.8	9.2	9.6
순이익 (십억원)	5	90	125	144	173
EPS (원)	227	3,830	5,304	6,113	7,311
ROE (%)	0.8	12.5	14.7	14.9	15.6
P/E (배)	236.2	14.4	11.7	11.7	9.8
P/B (배)	1.9	1.6	1.6	1.6	1.4
배당수익률 (%)	1.1	1.3	1.4	1.2	1.2

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 한국콜마 연간 실적 전망

(십억원)

	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	1,866	2,156	2,452	2,722	2,964	3,259
국내	725	857	1,060	1,193	1,368	1,549
중국	129	177	158	156	164	169
미국	26	38	58	55	51	93
캐나다	48	46	40	36	35	36
HK이노엔	847	829	897	1,063	1,142	1,208
연우	106	236	276	251	238	241
영업이익	73	136	194	240	273	312
국내	69	80	118	150	173	196
중국	(16)	10	5	6	7	7
미국	(10)	(10)	(6)	(13)	(22)	(13)
캐나다	(4)	(2)	(7)	(5)	(5)	(4)
HK이노엔	53	66	88	111	126	134
연우	(5)	(0)	1	(0)	(0)	(0)
세전이익	17	34	140	212	243	284
당기순이익	(4)	25	125	168	182	213
지배주주순이익	(22)	5	90	125	144	173
영업이익률(%)	3.9	6.3	7.9	8.8	9.2	9.6
국내	9.5	9.3	11.2	12.5	12.7	12.7
중국	(12.3)	5.5	3.4	3.8	4.0	4.0
미국	(39.7)	(25.3)	(10.4)	(24.4)	(42.6)	(14.3)
캐나다	(8.9)	(3.9)	(17.5)	(15.0)	(13.0)	(11.0)
HK이노엔	6.2	8.0	9.8	10.4	11.0	11.1
연우	(5.1)	(0.0)	0.5	(0.1)	(0.2)	(0.1)
매출액(YoY %)	17.6	15.5	13.7	11.0	8.9	9.9
국내	14.5	18.2	23.7	12.6	14.7	13.3
중국	(5.8)	37.7	(10.8)	(1.2)	5.3	2.5
미국	6.2	45.9	54.4	(5.2)	(6.3)	81.3
캐나다	17.2	(5.3)	(13.9)	(9.1)	(2.0)	3.0
HK이노엔	10.0	(2.1)	8.2	18.5	7.4	5.8
연우		122.8	16.8	(8.9)	(5.1)	1.1
영업이익(YoY %)	(13.0)	85.8	42.4	23.6	13.9	14.2
국내	5.3	15.3	48.6	26.3	15.8	13.3
중국	적지	흑전	(46.0)	13.2	9.7	3.5
미국	적지	적지	적지	적지	적지	적지
캐나다	적지	적지	적지	적지	적지	적지
HK이노엔	4.4	25.5	33.8	25.7	13.3	6.8
연우		적지	흑전	적전	적지	적지
지배순익 (YoY %)	적전	흑전	1,634.9	42.3	12.6	19.6

자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 한국콜마 분기 실적 전망

(십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	2025년	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2026년
매출액	653	731	683	656	2,722	706	797	745	716	2,964
국내	274	328	322	268	1,193	333	387	352	295	1,368
중국	42	50	32	33	156	44	51	35	35	164
미국	22	18	8	7	55	8	8	15	20	51
캐나다	9	10	9	8	36	9	10	9	8	35
HK이노엔	247	263	261	292	1,063	263	283	281	314	1,142
연우	64	71	62	55	251	57	68	61	53	238
영업이익	60	73	58	48	240	65	85	69	53	273
국내	34	49	44	22	150	43	57	49	24	173
중국	3	6	(2)	(2)	6	3	6	(1)	(2)	7
미국	2	(0)	(6)	(8)	(13)	(6)	(6)	(6)	(5)	(22)
캐나다	(1)	0	(1)	(3)	(5)	(1)	0	(1)	(2)	(5)
HK이노엔	25	20	26	40	111	29	28	30	38	126
연우	(1)	0	(0)	1	(0)	(1)	0	(0)	1	(0)
세전이익	32	54	54	71	212	65	85	69	24	243
순이익	23	42	42	61	168	49	64	52	18	182
지배주주순이익	13	35	32	45	125	36	47	38	23	144
영업이익률(%)	9.2	10.1	8.5	7.3	8.8	9.2	10.7	9.3	7.4	9.2
본사	12.4	14.9	13.8	8.3	12.5	12.8	14.9	13.8	8.3	12.7
중국	7.5	12.2	(5.0)	(4.9)	3.8	7.5	12.8	(3.0)	(6.3)	4.0
미국	6.9	(1.1)	(79.0)	(123.9)	(24.4)	(78.1)	(68.8)	(36.5)	(22.3)	(42.6)
캐나다	(14.9)	3.0	(14.1)	(38.8)	(15.0)	(14.0)	2.0	(13.0)	(30.7)	(13.0)
HK이노엔	10.3	7.4	9.9	13.7	10.4	11.0	10.0	10.8	12.1	11.0
연우	(1.6)	0.1	(0.3)	1.5	(0.1)	(1.5)	0.3	(0.7)	1.1	(0.2)
매출액(YoY %)	13.6	10.7	9.0	11.0	11.0	8.1	9.1	9.0	9.3	8.9
국내	10.7	10.5	17.7	11.2	12.6	21.5	17.9	9.4	10.0	14.7
중국	6.9	(5.3)	(13.1)	10.0	(1.2)	6.5	1.3	10.3	5.0	5.3
미국	210.0	37.3	(53.7)	(66.5)	(5.2)	(62.7)	(56.0)	85.9	201.2	(6.3)
캐나다	(3.3)	(20.6)	0.0	(8.0)	(9.1)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)
HK이노엔	16.3	20.0	13.7	23.8	18.5	6.4	7.5	7.8	7.7	7.4
연우	(5.2)	(4.5)	(15.1)	(11.1)	(8.9)	(11.1)	(3.5)	(2.1)	(3.6)	(5.1)
영업이익(YoY %)	84.8	2.4	7.0	36.0	23.6	8.9	16.1	19.0	10.5	13.9
국내	80.3	10.9	18.8	23.2	26.3	25.9	17.2	9.8	9.4	15.8
중국	흑전	(9.0)	적전	적지	13.2	7.2	6.1	적지	적지	9.7
미국	흑전	적지	적지	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지
캐나다	적지	흑전	적지	적지	적지	적지	(34.7)	적지	적지	적지
HK이노엔	46.6	(19.8)	16.4	64.7	25.7	14.2	44.8	17.4	(5.3)	13.3
연우	적전	(93.3)	적전	적지	적전	적지	155.8	적지	(26.0)	적지
지배순익 (YoY %)	109.3	0.1	126.9	34.7	42.3	171.9	35.1	9.8	(49.5)	12.6

자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 한국콜마 Valuation Table

(원)

구분	2026F	2027F	비고
화장품(A)	2,185	2,706	
당기순익	105	130	
Target PER(배)	21	21	업종 평균 적용
HK이노엔(B)	349	349	
시가총액	1,623	1,623	지분율 43.01%
할인율(%)	50	50	
순현금(C)	-467	-467	별도 기준
적정시가총액(A+B-C)	2,067	2,588	
발행주식수(천주)	23,605	23,605	
적정 주가(원)	87,557	109,635	
적정 주가II(원)	91,237		연도별 시간 가중치 적용
목표주가(원)	95,000		
현재 주가(원)	71,600		
상승 여력(%)	32.7		

자료: 미래에셋증권 리서치센터

한국콜마 (161890)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,452	2,722	2,964	3,259
매출원가	1,753	1,931	2,100	2,307
매출총이익	699	791	864	952
판매비와관리비	505	552	591	641
조정영업이익	194	240	273	312
영업이익	194	240	273	312
비영업손익	-54	-28	-30	-28
금융손익	-40	-33	-31	-28
관계기업등 투자손익	12	0	0	0
세전계속사업손익	140	212	243	284
계속사업법인세비용	14	43	61	71
계속사업이익	125	168	182	213
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	125	168	182	213
지배주주	90	125	144	173
비지배주주	35	43	38	41
총포괄이익	105	176	182	213
지배주주	75	130	134	157
비지배주주	30	47	48	57
EBITDA	286	342	379	417
FCF	-32	229	163	218
EBITDA 마진율 (%)	11.7	12.6	12.8	12.8
영업이익률 (%)	7.9	8.8	9.2	9.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	3.7	4.6	4.9	5.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	859	1,092	1,219	1,481
현금 및 현금성자산	142	307	377	555
매출채권 및 기타채권	294	326	342	376
재고자산	328	364	396	435
기타유동자산	95	95	104	115
비유동자산	2,268	2,305	2,333	2,322
관계기업투자등	10	11	12	13
유형자산	811	846	883	880
무형자산	1,249	1,237	1,222	1,207
자산총계	3,127	3,397	3,552	3,802
유동부채	1,215	1,229	1,217	1,269
매입채무 및 기타채무	246	273	297	326
단기금융부채	799	767	714	716
기타유동부채	170	189	206	227
비유동부채	406	506	511	518
장기금융부채	352	446	446	446
기타비유동부채	54	60	65	72
부채총계	1,621	1,735	1,728	1,786
지배주주지분	793	909	1,032	1,185
자본금	12	12	12	12
자본잉여금	295	295	295	295
이익잉여금	488	597	721	873
비지배주주지분	713	753	791	831
자본총계	1,506	1,662	1,823	2,016

예상 현금흐름표 (요약)

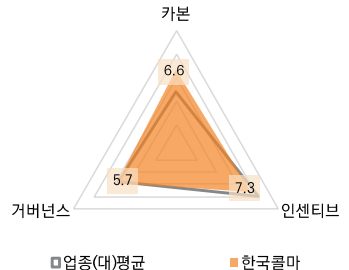
(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	215	353	283	298
당기순이익	125	168	182	213
비현금수익비용가감	195	221	198	204
유형자산감가상각비	69	79	83	83
무형자산상각비	23	23	23	23
기타	103	119	92	98
영업활동으로인한자산및부채의변동	-40	47	-5	-20
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	40	-29	-16	-33
재고자산 감소(증가)	-53	-34	-32	-39
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-7	22	18	23
법인세납부	-25	-47	-61	-71
투자활동으로 인한 현금흐름	-205	-143	-139	-100
유형자산처분(취득)	-245	-114	-120	-80
무형자산감소(증가)	-13	-10	-8	-8
장단기금융자산의 감소(증가)	43	-7	-6	-8
기타투자활동	10	-12	-5	-4
재무활동으로 인한 현금흐름	-43	-73	-154	-118
장단기금융부채의 증가(감소)	48	62	-53	1
자본의 증가(감소)	33	0	0	0
배당금의 지급	-19	-23	-20	-20
기타재무활동	-105	-112	-81	-99
현금의 증가	-29	165	70	178
기초현금	171	142	307	377
기말현금	142	307	377	555

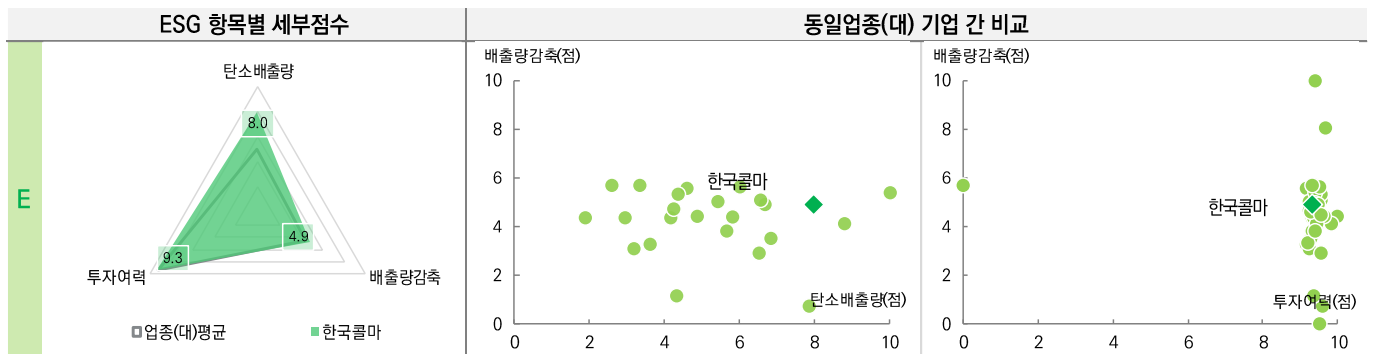
자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

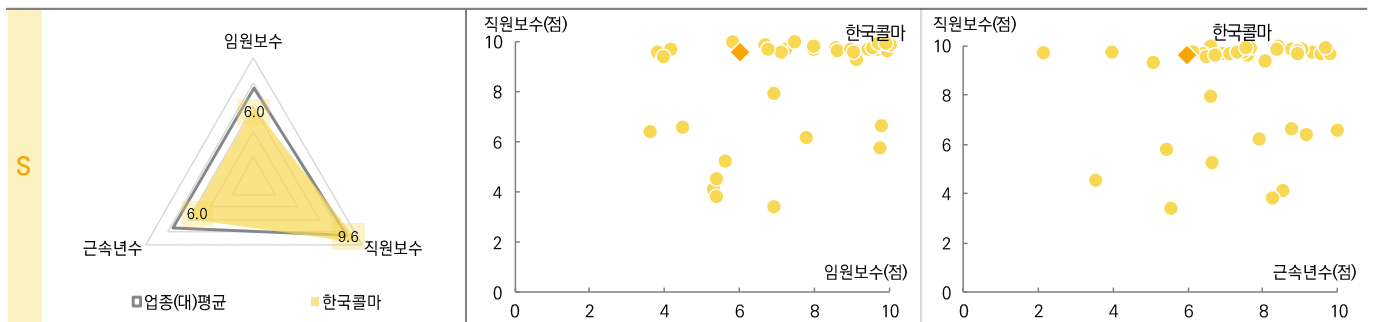
	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	14.4	11.7	11.7	9.8
P/CF (x)	4.0	3.8	4.5	4.0
P/B (x)	1.6	1.6	1.6	1.4
EV/EBITDA (x)	10.4	8.9	8.4	7.3
EPS (원)	3,830	5,304	6,113	7,311
CFPS (원)	13,611	16,511	16,084	17,680
BPS (원)	33,579	38,483	43,733	50,180
DPS (원)	720	864	864	864
배당성향 (%)	13.6	12.1	11.2	9.6
배당수익률 (%)	1.3	1.4	1.2	1.2
매출액증가율 (%)	13.7	11.0	8.9	9.9
EBITDA증가율 (%)	24.3	19.8	10.6	10.1
조정영업이익증가율 (%)	42.4	23.6	13.8	14.2
EPS증가율 (%)	1,588.1	38.5	15.3	19.6
매출채권 회전율 (회)	8.1	9.1	9.2	9.4
재고자산 회전율 (회)	8.1	7.9	7.8	7.8
매입채무 회전율 (회)	9.3	9.8	9.7	9.7
ROA (%)	4.1	5.2	5.2	5.8
ROE (%)	12.5	14.7	14.9	15.6
ROIC (%)	7.6	7.9	8.5	9.7
부채비율 (%)	107.7	104.4	94.8	88.6
유동비율 (%)	70.7	88.9	100.1	116.7
순차입금/자기자본 (%)	63.2	50.7	39.1	26.3
조정영업이익/금융비용 (x)	4.2	6.1	6.9	8.0

ESG 레이팅 : 한국콜마 (161890)

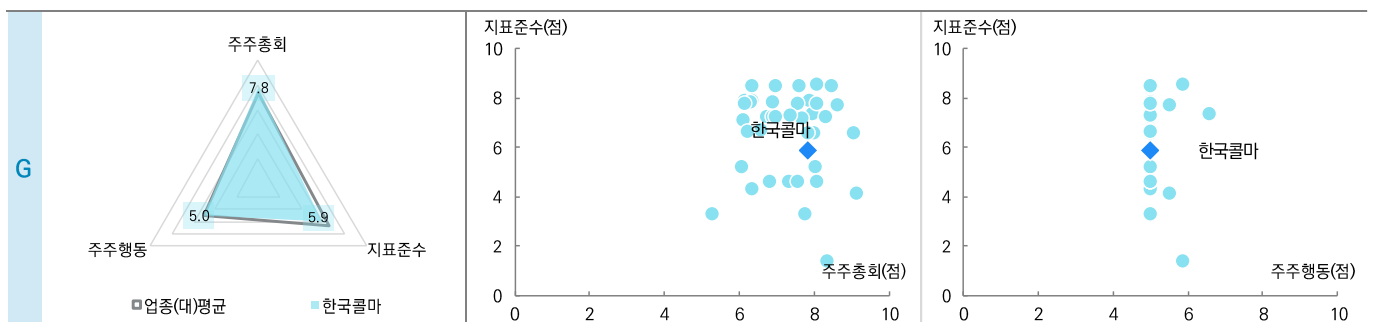
종합		세부항목						
ESG	 가본 거버넌스 인센티브 □업종(대)평균 ■한국콜마	ESG 점수	6.2	=	직전점수	6.2	업종(대)	경기관련소비재
		ESG 등급	A	=	직전등급	A	업종(중)	내구소비재와의류
		세부항목	점수	등급	가중치(%)		담당자	배송이
		카본(E)	6.6	AA	40	=	담당자 코멘트	
		인센티브(S)	7.3	A	10	=		
		거버넌스(G)	5.7	A	50	=		
							가중치 변경 없음	



(1) 탄소배출량 = 탄소집약도(탄소배출량/매출); (2) 배출량감축 = 3년평균 탄소집약도 감소율; (3) 투자여력 = 3년 평균 ROE
주: 탄소배출량 점수와 탄소집약도는 반비례; 배출량감축 점수와 탄소집약도 감소율은 비례



(1) 임원보수 = 임원 1인당 보수; (2) 직원보수 = 직원 1인당 보수; (3) 근속년수 = 직원 1인당 평균 근속년수



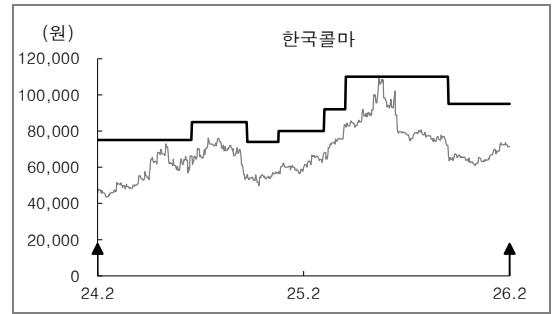
(1) 주주총회 = 주주총회 개최 횟수 대비 기준 비율; (2) 주주행동 = 주주제안 공개서한 수취 건수 및 주주행동 수용 건수; (3) 지표준수 = 기업지배구조보고서 핵심지표 15가지에 대한 준수율
주: 주주총회 및 주주행동 점수가 높을수록 견제와 균형이 작동함을 의미

점수	산정식 및 설명
ESG 점수	ESG 점수 = (E 가중치 × 카본스코어) + (S 가중치 × 인센티브스코어) + (G 가중치 × 거버넌스스코어)
카본 스코어	카본 스코어 = 탄소배출량 점수 + (투자여력 점수 × 배출량감축 점수)
인센티브 스코어	인센티브 스코어 = 임원보수 점수 + 직원보수 점수 + 근속년수 점수
거버넌스 스코어	거버넌스 스코어 = 주주총회 점수 + 주주행동 점수 + 지표준수 점수

자료: MSCI, FnGuide, 한국거래소, 미래에셋증권 리서치센터

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한국콜마 (161890)				
2025.11.10	매수	95,000	-	-
2025.05.12	매수	110,000	-22.53	-0.73
2025.04.04	매수	92,000	-20.46	-9.13
2025.01.13	매수	80,000	-23.06	-15.50
2024.11.18	매수	74,000	-26.27	-22.57
2024.08.12	매수	85,000	-19.56	-10.35
2024.01.05	매수	75,000	-27.10	-2.67



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자 의견 분류 기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.76%	1.19%	19.05%	0%

* 2025년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.