2026-11-09

EARNINGS REVIEW

한국콜마 (161890/KS)

급증하는 수요를 소화 중

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

Signal: 3Q26 연결 영업이익 시장 컨센서스 하회
Key: 별도법인 최고 매출 기록, HK 이노엔과 해외법인 실적 예상 하회
Step: 주가 하락은 매수 기회, '매수' 추천

매수(유지)

목표주가: 150,000 원(하향)
현재주가: 108,900 원
상승여력: 37.7%

STOCK DATA

주가(26/11/06)	108,900 원
KOSPI	5,059.69 pt
52 주 최고가	161,700 원
60 일 평균 거래대금	47 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	2,361 만주
시가총액	2,571 십억원
주요주주	
한국콜마홀딩스(외 23)	26.57%
국민연금공단	12.12%
외국인 지분율	41.74%

주가 및 상대수익률



3Q26 Review: 영업이익 시장 컨센서스 하회

연결법인의 3 분기 실적은 매출액 8,282 억 원(+21% YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익 819 억 원(+40%, OPM 10%) 기록해 시장 컨센서스(919 억)와 당사 추정치(960 억)를 하회했다. 별도법인은 K 뷰티 수출 호황으로 역대 최대 분기 매출을 기록했으나, 화장품 부문 자회사의 수익성이 예상보다 낮았고, HK 이노엔 실적이 케이캡 출고 조정과 광고비 증가 영향으로 예상 대비 부진했다.

별도 법인 실적 고성장 지속

별도법인의 영업이익은 629 억 원(+42%, OPM 15%) 기록해 당사 추정치인 667 억 원을 소폭 하회했다. 계절성에도 불구하고 주력 제품인 썬케어 매출 비중이 전년 동기 대비 4%p 증가했고, 스킨케어 매출이 고 성장함에 따라 3분기 역대 최대 매출을 기록했다. 영업이익률은 2 분기 대비 1.9%p 감소했는데, ① 조업일수 감소, ② 메이크업 매출 비중 증가, ③ 재고자산 평가충당금 20 억 원 인식 영향이다. 4 분기 별도법인의 실적은 매출액 3,838 억 원(+38%), 영업이익 400 억 원(+79%, OPM 10%) 기록해 높은 성장세를 지속할 것이다.

주가 하락은 매수 기회

한국콜마에 대해 투자의견 '매수' 유지하며, 목표주가는 최근 Peer 기업들의 멀티플 하락을 반영해 기존 180,000 원에서 150,000 원으로 하향한다. 화장품 ODM 사의 주가가 9 월부터 약세를 보이고 있는데, 시장이 ① 올해의 좋은 업황보다 내년 업황의 불확실성을 더 크게 반영하고, ② 내년 상반기 생산 Capa 부족 우려를 반영 중인 것으로 파악한다. 당사는 '27 년 K 뷰티 수출(중국 제외) 성장률을 27.5%로 전망하고 있어 동사의 내년 실적 성장성을 긍정적으로 평가하고 있다. Capa 부족은 외주와 기존 공장 부지 내 유휴 공간을 활용하는 등의 수단으로 하반기에 세종 신공장이 준공될 때까지 시간을 벌 수 있을 것이다. 중장기적 관점에서 주가 하락은 매수 기회다.

추정치 변경 및 컨센서스 비교

	26 년 3 분기					26 년 연간실적				
	실적 확정치	SK 증권 추정치	차이(%)	컨센서스	차이(%)	신규 추정치	이전 추정치	차이(%)	컨센서스	차이(%)
매출액(십억원)	828	837	-1.1	836	-0.9	3,213	3,219	-0.2	3,224	-0.3
영업이익(십억원)	82	96	-14.7	92	-11.0	328	355	-7.6	351	-6.6
지배주주순이익(십억원)	41	48	-15.5	51	-20.5	181	196	-7.7	197	-8.1
영업이익률(%)	9.9	11.5	-	11.0	-	10.2	11.0	-	10.9	-
지배주주순이익률(%)	4.9	5.7	-	6.1	-	5.6	6.1	-	6.1	-

자료: SK 증권

한국콜마 상세 실적 추정치 (단위: 십억 원, %)

	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	'25	'26E	'27E
매출액	**728**	**861**	**828**	**795**	**845**	**953**	**938**	**884**	**2,722**	**3,213**	**3,620**
한국콜마 별도	343	430	434	384	424	471	495	445	1,193	1,591	1,835
HK 이노엔	259	267	260	290	276	288	282	305	1,063	1,077	1,150
해외법인	69	85	57	62	76	94	65	64	247	273	299
중국	47	58	30	35	49	62	33	36	156	171	181
북미	22	27	26	27	27	32	31	28	91	102	118
연우	62	91	84	66	77	109	104	77	251	303	367
영업이익	**79**	**110**	**82**	**71**	**101**	**116**	**106**	**76**	**240**	**328**	**399**
/OPM	11	13	10	9	12	12	11	9	9	10	11
한국콜마 별도	51	71	63	40	67	73	69	46	150	225	255
HK 이노엔	33	30	26	39	38	38	39	36	111	128	151
기타 자회사	-6	10	-7	-8	-4	4	-1	-6	-21	-25	-7
OPM	**11**	**13**	**10**	**9**	**12**	**12**	**11**	**9**	**9**	**10**	**11**
한국콜마 별도	15	16	15	10	16	16	14	10	13	14	14
HK 이노엔	13	11	10	14	14	13	14	12	10	12	13
기타 자회사	-4	5	-5	-6	-3	2	-1	-4	-4	-4	-1

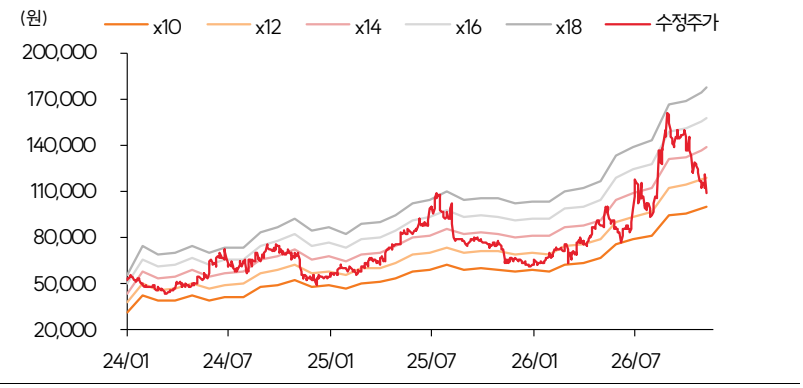
자료: 한국콜마, SK 증권

한국콜마 목표주가 산정 로직

항목	단위	구분	값	산식
12MF 지배주주순이익	십억 원	(A)	217	
유통주식수	주	(B)	23,605,077	
12MF EPS	원	(C)	9,174	(A)/(B)
Target 멀티플	배	(D)	16.0	
목표주가	원	(E)	150,000	(C)*(D)
현재 주가	원	(F)	108,900	
주가 상승여력	%	(G)	37.7%	(E)/(F) - 1

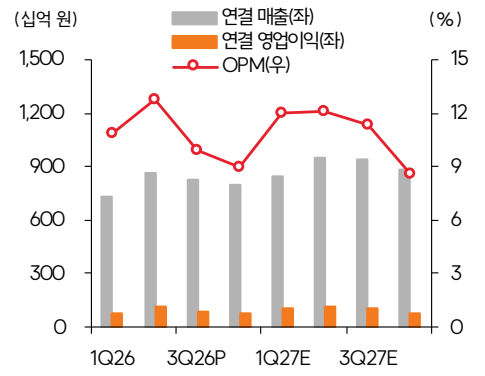
자료: SK 증권

한국콜마 수정주가 및 12MF PER 밴드



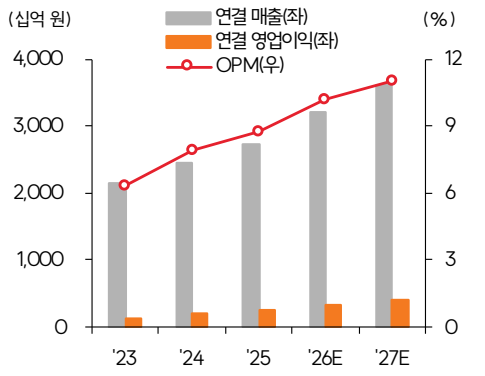
자료: Quantiwise, SK 증권

연결법인 분기 실적 추이 및 추정치



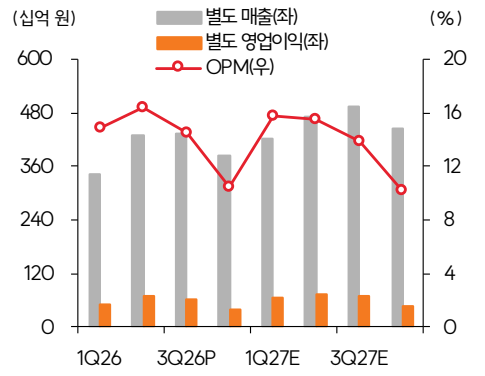
자료: 한국콜마, SK 증권

연결법인 연도별 실적 추이 및 추정치



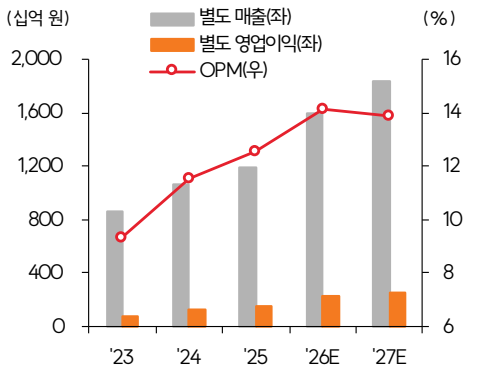
자료: 한국콜마, SK 증권

별도법인 분기 실적 추이 및 추정치



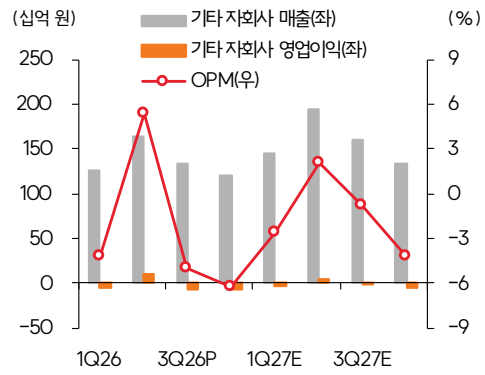
자료: 한국콜마, SK 증권

별도법인 연도별 실적 추이 및 추정치



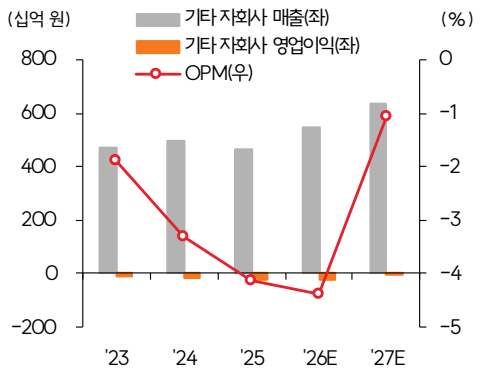
자료: 한국콜마, SK 증권

화장품 부문 자회사 분기 실적 추이 및 추정치



자료: 한국콜마, SK 증권

화장품 부문 자회사 연도별 실적 추이 및 추정치



자료: 한국콜마, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	859	1,010	1,403	1,741	1,894
현금및현금성자산	142	225	301	372	415
매출채권 및 기타채권	294	358	423	476	515
재고자산	328	325	383	432	467
비유동자산	2,268	2,448	2,579	2,715	2,831
장기금융자산	66	149	193	227	252
유형자산	811	902	964	1,067	1,159
무형자산	1,249	1,243	1,240	1,237	1,235
자산총계	3,127	3,458	3,982	4,456	4,725
유동부채	1,215	1,360	1,605	1,795	1,757
단기금융부채	799	864	1,019	1,135	1,043
매입채무 및 기타채무	246	294	346	390	422
단기충당부채	1	1	1	1	1
비유동부채	406	430	494	508	501
장기금융부채	352	370	436	442	430
장기매입채무 및 기타채무	7	11	14	15	17
장기충당부채	4	3	4	4	5
부채총계	1,621	1,790	2,099	2,303	2,258
지배주주지분	793	910	1,064	1,257	1,484
자본금	12	12	12	12	12
자본잉여금	295	301	301	301	301
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	488	593	753	952	1,180
비지배주주지분	713	757	819	896	984
자본총계	1,506	1,667	1,883	2,153	2,467
부채와자본총계	3,127	3,458	3,982	4,456	4,725

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	2,452	2,722	3,213	3,620	3,913
매출원가	1,753	1,931	2,314	2,600	2,803
매출총이익	699	791	899	1,020	1,110
매출총이익률(%)	28.5	29.1	28.0	28.2	28.4
판매비와 관리비	505	552	571	620	660
영업이익	194	240	328	399	450
영업이익률(%)	7.9	8.8	10.2	11.0	11.5
비영업손익	-54	-28	-24	-25	-24
순금융손익	-40	-32	-29	-32	-30
외환관련손익	15	-1	3	3	3
관계기업등 투자손익	12	1	5	6	4
세전계속사업이익	140	212	304	374	426
세전계속사업이익률(%)	5.7	7.8	9.5	10.3	10.9
계속사업법인세	14	44	61	75	85
계속사업이익	125	168	243	299	341
중단사업이익	0	0	0	0	0
***법인세효과**	0	0	0	0	0
당기순이익	125	168	243	299	341
순이익률(%)	5.1	6.2	7.6	8.3	8.7
지배주주	90	125	181	222	254
지배주주귀속 순이익률(%)	3.7	4.6	5.6	6.1	6.5
비지배주주	35	43	62	77	87
총포괄이익	105	178	236	294	340
지배주주	75	128	170	212	245
비지배주주	30	50	66	82	95
EBITDA	286	344	441	519	580

현금흐름표

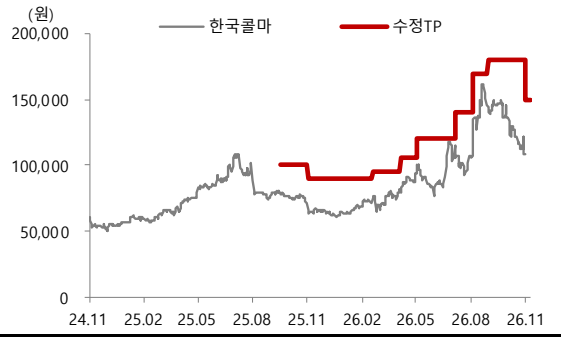
12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동현금흐름	215	291	180	241	424
당기순이익(손실)	125	168	243	299	341
비현금성항목등	195	203	199	223	241
유형자산감가상각비	69	81	89	97	107
무형자산상각비	23	24	23	23	23
기타	103	98	86	103	111
운전자본감소(증가)	-40	0	-171	-175	-42
매출채권및기타채권의감소(증가)	40	-47	-65	-54	-39
재고자산의감소(증가)	-53	4	-58	-49	-35
매입채무및기타채무의증가(감소)	-7	44	53	44	32
기타	-89	-122	-151	-181	-201
법인세납부	-25	-42	-61	-75	-85
투자활동현금흐름	-205	-248	-312	-302	-279
금융자산의감소(증가)	49	-27	-61	-40	-29
유형자산의감소(증가)	-245	-162	-151	-200	-200
무형자산의감소(증가)	-13	-15	-20	-20	-20
기타	4	-43	-80	-42	-30
재무활동현금흐름	-43	40	202	99	-130
단기금융부채의증가(감소)	3	-15	155	116	-92
장기금융부채의증가(감소)	22	78	67	6	-12
자본의증가(감소)	33	6	0	0	0
배당금지급	-19	-23	-20	-24	-26
기타	-81	-6	0	0	-0
현금의 증가(감소)	-29	83	76	71	43
기초현금	171	142	225	301	372
기말현금	142	225	301	372	415
FCF	-30	129	29	41	224

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
성장성 (%)					
매출액	13.7	11.0	18.0	12.7	8.1
영업이익	42.4	23.6	37.0	21.7	12.7
세전계속사업이익	307.1	51.5	43.5	23.1	14.0
EBITDA	24.3	20.3	28.2	17.8	11.7
EPS	1,581.7	38.9	44.5	23.1	14.0
수익성 (%)					
ROA	4.1	5.1	6.5	7.1	7.4
ROE	12.5	14.7	18.3	19.2	18.5
EBITDA마진	11.7	12.6	13.7	14.3	14.8
안정성 (%)					
유동비율	70.7	74.2	87.4	97.0	107.8
부채비율	107.7	107.4	111.5	107.0	91.5
순차입금/자기자본	62.5	55.0	55.2	50.1	37.4
EBITDA/이자비용(배)	6.1	8.9	10.9	11.4	12.7
배당성향	18.9	16.3	13.1	11.7	10.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,816	5,299	7,657	9,425	10,746
BPS	33,579	38,566	45,066	53,250	62,855
CFPS	7,712	9,710	12,423	14,495	16,239
주당 현금배당금	720	864	1,000	1,100	1,100
Valuation지표 (배)					
PER	14.4	11.7	14.2	11.6	10.1
PBR	1.6	1.6	2.4	2.0	1.7
PCR	7.1	6.4	8.8	7.5	6.7
EV/EBITDA	10.3	9.1	12.0	10.4	9.2
배당수익률	1.3	1.4	0.7	0.8	0.8

자료 : 한국콜마, SK증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2026.11.09	매수	150,000원	6개월		
2026.09.07	매수	180,000원	6개월	-26.41%	-16.67%
2026.08.13	매수	170,000원	6개월	-14.32%	-4.88%
2026.07.14	매수	140,000원	6개월	-26.27%	-5.36%
2026.05.11	매수	120,000원	6개월	-22.04%	-1.83%
2026.04.14	매수	106,000원	6개월	-16.91%	-11.70%
2026.02.26	매수	95,000원	6개월	-21.90%	-13.79%
2025.11.10	매수	90,000원	6개월	-26.52%	-18.11%
2025.09.24	매수	100,000원	6개월	-23.99%	-20.70%



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 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2026 년 11 월 09 일 기준)	매수	96.40%	중립	3.60%	매도	0.00%