기업분석 Company Report | 2026.11.09

한국콜마 161890

Analyst 송지연 | 화장품
02-3779-3474, jy.song@sangsanginib.com

견조한 본업, CAPA 확보가 관건

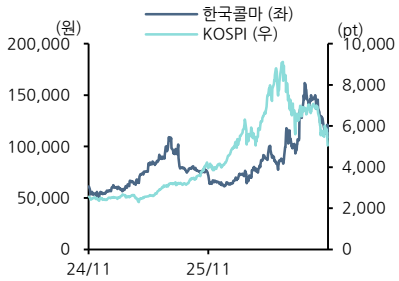
BUY 유지

목표주가 유지	170,000원
종가(26.11.06)	108,900원
상승여력	56.1%

Stock Data

KOSPI(11/06)	5,059.7pt
시가총액	25,706억원
액면가	500원
52 주 최고가	161,700원
52 주 최저가	61,100원
외국인지분율	41.7%
90 일 일평균거래대금	462억원
주요주주지분율	
한국콜마홀딩스 (외 24 인)	26.6%
유동주식비율	73.4%

Stock Price



QR코드로 간편하게
상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기

3Q26 매출액 8,282억원, 영업이익 819억원 기록

한국콜마의 3분기 연결 매출액은 8,282억원(+21.3% YoY), 영업이익은 819억원(+40.5% YoY)으로 컨센서스를 하회했다. 실적 하회의 주원인은 HK이노엔이었으며, 화장품 사업에서는 중국과 미국법인이 기대치에 소폭 못 미쳤다. 반면, 별도법인 매출액은 주요 고객사의 수주 확대에 힘입어 4,337억원 (+34.7% YoY), 영업이익 629억원(+42.0% YoY, OPM 14.5%)을 기록했다. 중국은 메이크업 고객사의 물량 조정으로 매출액은 4.5% 감소하고 영업적자는 44억원을 기록했다. 미국은 매출액은 전분기와 유사했고, 재고평가충당금 25억원이 발생하며 영업적자 38억원을 기록했다. 연우는 매출액 835억원(+35.1% YoY), 영업이익 30억원으로 전분기와 유사한 흐름을 지속했다.

CAPA 대응이 중요하다

증가하는 수요에 대응하기 위한 CAPA 확보의 중요성이 높아지고 있다. 3분기 별도법인 가동률은 82%까지 상승했으며, 4분기에는 조업일수는 전분기대비 증가하겠으나 연말 직원 휴가 등을 고려하면 생산여력은 제한적일 전망이다. 또한 내년 상반기에는 외주 및 특근 확대에 따른 비용 부담으로 수익성 압박 가능성이 있다. 다만 동사는 생산능력 확보를 위해 공장 임차, 기존 화장품 공장 인수, 세종 소재 콜마스크·에이치엔지·콜마오랄스 공간 내 생산라인 설치 등의 다양한 방안을 검토 중이다.

투자의견 BUY 및 목표주가 170,000원 유지

한국콜마에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 170,000원을 유지한다. 단기적으로는 CAPA 제약에 비용 부담이 불가피할 수 있으나, 2027년 하반기 세종 신공장 가동이 시작되면 추가적인 외형 성장 기반이 마련될 전망이다. 현재 주가는 12MF PER 10.8배까지 하락하여, 중장기 성장성을 고려하면 밸류에이션 매력 또한 충분하다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	2,452	194	90	3,816	14.4	7.9	1.6	12.5	1.3
2025	2,722	240	125	5,299	11.7	6.9	1.6	14.7	1.4
2026E	3,214	344	186	7,896	13.8	7.6	2.4	18.7	0.9
2027E	3,750	412	245	10,399	10.5	6.2	2.0	20.6	1.1
2028E	4,488	537	333	14,110	7.7	4.7	1.6	22.9	1.3

자료 : K-IFRS연결기준, 상상인증권

표 1. 한국콜마 목표주가 산정 테이블

방식	내용	금액	비고
화장품	화장품 12MF 지배주주순이익 (십억원)	193	
	Target PER (배)	19.3	2012 년 법인 분할 이후 평균 12MF PER
	화장품 사업가치 (십억원)	3,724	
HK 이노엔	HK 이노엔 시가총액 (십억원)	1,011	
	HK 이노엔 지분율	43.01%	
	할인율	40%	
	HK 이노엔 지분가치 (십억원)	261	
기업가치(십억원)		3,985	
유통주식수		23,605,077	보통주 기준
적정주가 (원)		168,806	
목표주가 (원)		**170,000**	
현재가 (원)		108,900	
Upside Potential		**56.1%**	

자료: 상상인증권

표 2. 한국콜마 3Q26 실적 Review

(%,십억원)	3Q25A	4Q25A	1Q26A	2Q26A	3Q26P	% YoY	% QoQ	당사전망치	차이	컨센서스	차이
매출액	683	655	728	861	828	21.3	-3.8	827	0.1	836	-1.0
영업이익	58	460	520	110	82	40.5	-25.7	87	-6.2	92	-10.5
세전이익	54	48	79	97	69	26.6	-29.5	78	-11.9	82	-16.4
지배주주순이익	32	45	45	63	41	27.5	-35.4	50	-19.2	51	-20.9
영업이익률	8.5	70.2	71.5	12.8	9.9			10.6		10.9	
세전이익률	7.9	7.3	10.8	11.3	8.3			9.4		9.8	
지배주주순이익률	4.7	6.9	6.2	7.3	4.9			6.1		6.1	

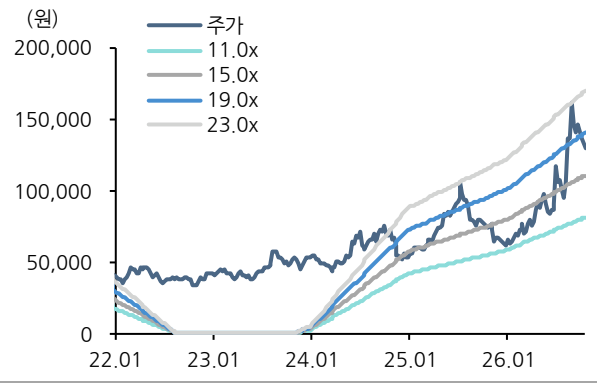
자료: 상상인증권

표 3. 한국콜마 실적전망치 변경 내용

(%,십억원)	2026E			2027E		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	3,214	3,214	0.0	3,750	3,734	0.4
영업이익	344	348	-1.3	412	410	0.5
세전이익	307	315	-2.7	384	382	0.4
지배주주순이익	186	195	-4.4	245	248	-1.1
영업이익률	10.7	10.8		11.0	11.0	
세전이익률	9.5	9.8		10.2	10.2	
지배주주순이익률	5.8	6.1		6.5	6.6	

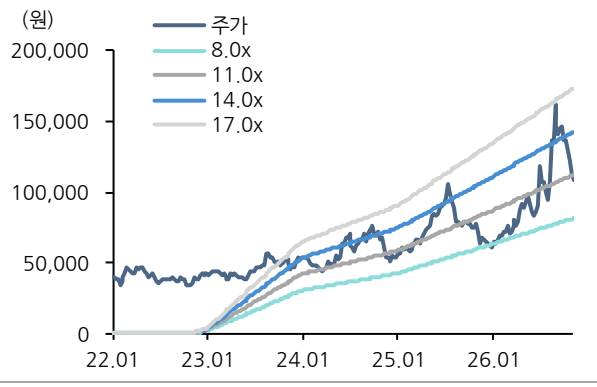
자료: 상상인증권

그림 1. 한국콜마 12M Trailing PER



자료: Quantiwise, 상상인증권

그림 2. 한국콜마 12M Forward PER



자료: Quantiwise, 상상인증권

표 4. 한국콜마 실적 테이블

		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액 (억원)	TOTAL	6,531	7,308	6,830	6,555	7,280	8,613	8,282	7,969	27,224	32,144	37,503
	별도(화장품)	2,743	3,281	3,220	2,683	3,430	4,304	4,334	3,899	11,928	15,967	20,545
	중국콜마	416	499	318	329	473	579	304	339	1,562	1,695	1,783
	미국콜마	217	184	81	67	134	178	180	164	549	656	741
	캐나다콜마	87	100	92	80	84	92	81	82	359	339	351
	HK 이노엔	2,474	2,631	2,608	2,919	2,587	2,672	2,604	2,859	10,632	10,722	11,230
	연우	637	707	618	547	624	911	835	684	2,509	3,054	3,270
yoy %	*TOTAL*	*13.6*	*10.7*	*9.0*	*11.0*	*11.5*	*17.8*	*21.3*	*21.6*	*11.0*	*18.1*	*16.7*
	별도(화장품)	*10.7*	*10.5*	*17.7*	*11.2*	*25.1*	*31.2*	*34.6*	*45.3*	*12.6*	*33.9*	*28.7*
	중국콜마	*20.2*	*(5.3)*	*(13.1)*	*10.0*	*13.7*	*16.0*	*(4.4)*	*3.0*	*1.6*	*8.5*	*5.2*
	미국콜마	*210.0*	*37.3*	*(53.7)*	*(66.5)*	*(38.2)*	*(3.3)*	*122.2*	*145.0*	*(5.2)*	*19.5*	*12.9*
	캐나다콜마	*(3.3)*	*(20.6)*	*0.0*	*(8.0)*	*(3.4)*	*(8.0)*	*(12.0)*	*2.0*	*(9.1)*	*(5.7)*	*3.8*
	HK 이노엔	*16.4*	*20.0*	*13.6*	*23.8*	*4.6*	*1.6*	*(0.2)*	*(2.0)*	*18.5*	*0.8*	*4.7*
	연우	*(5.2)*	*(4.5)*	*(15.1)*	*(11.1)*	*(2.0)*	*28.9*	*35.1*	*25.0*	*(8.9)*	*21.7*	*7.1*
Sales portion %	*별도(화장품)*	*42.0*	*44.9*	*47.1*	*40.9*	*47.1*	*50.0*	*52.3*	*48.9*	*43.8*	*49.7*	*54.8*
	중국콜마	*6.4*	*6.8*	*4.7*	*5.0*	*6.5*	*6.7*	*3.7*	*4.3*	*5.7*	*5.3*	*4.8*
	미국콜마	*3.3*	*2.5*	*1.2*	*1.0*	*1.8*	*2.1*	*2.2*	*2.1*	*2.0*	*2.0*	*2.0*
	캐나다콜마	*1.3*	*1.4*	*1.3*	*1.2*	*1.2*	*1.1*	*1.0*	*1.0*	*1.3*	*1.1*	*0.9*
	HK 이노엔	*37.9*	*36.0*	*38.2*	*44.5*	*35.5*	*31.0*	*31.4*	*35.9*	*39.1*	*33.4*	*29.9*
	연우	*9.8*	*9.7*	*9.0*	*8.3*	*8.6*	*10.6*	*10.1*	*8.6*	*9.2*	*9.5*	*8.7*
영업이익 (억원)	TOTAL	599	735	583	478	789	1,103	819	727	2,396	3,439	4,124
	별도(화장품)	339	490	443	223	512	708	629	356	1,495	2,205	2,743
	중국콜마	31	61	(16)	(16)	32	57	(44)	(11)	60	35	48
	미국콜마	15	(2)	(64)	(83)	(37)	(14)	(38)	(15)	(134)	(104)	(98)
	캐나다콜마	(13)	3	(13)	(31)	(17)	(9)	(16)	(7)	(54)	(48)	(37)
	HK 이노엔	254	195	259	401	332	300	260	393	1,109	1,285	1,416
	연우	(10)	8	(2)	8	(3)	70	30	14	4	111	131
yoy %	*TOTAL*	*84.8*	*2.4*	*7.0*	*36.2*	*31.6*	*50.2*	*40.4*	*52.0*	*23.6*	*43.5*	*19.9*
	별도(화장품)	*48.5*	*10.9*	*19.0*	*23.5*	*51.2*	*44.3*	*41.9*	*59.6*	*22.2*	*47.5*	*24.4*
	중국콜마	*70.1*	*(9.0)*	*적전*	*적지*	*3.1*	*(5.8)*	*적지*	*적지*	*(25.3)*	*(42.8)*	*39.0*
	미국콜마	*흑전*	*적지*	*적지*	*적전*	*적전*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*
	캐나다콜마	*적지*	*흑전*	*적지*	*적지*	*적지*	*적전*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*
	HK 이노엔	*46.8*	*(19.8)*	*16.7*	*64.3*	*30.7*	*53.8*	*0.4*	*(2.1)*	*25.7*	*15.8*	*10.2*
	연우	*적전*	*(33.3)*	*적전*	*흑전*	*적지*	*776.8*	*흑전*	*70.9*	*(71.4)*	*2,672.1*	*18.5*
OPM (%)	TOTAL	9.2	10.1	8.5	7.3	10.8	12.8	9.9	9.1	8.8	10.7	11.0
	별도(화장품)	12.4	14.9	13.8	8.3	14.9	16.4	14.5	9.1	12.5	13.8	13.4
	중국콜마	7.5	12.2	(5.0)	(4.8)	6.8	9.9	(14.4)	(3.3)	3.9	2.0	2.7
	미국콜마	7.0	(1.2)	(79.0)	(124.0)	(27.5)	(8.0)	(21.0)	(9.0)	(24.4)	(15.8)	(13.2)
	캐나다콜마	(15.0)	3.0	(14.0)	(39.0)	(20.0)	(9.5)	(20.0)	(8.0)	(15.1)	(14.3)	(10.6)
	HK 이노엔	10.3	7.4	9.9	13.7	12.8	11.2	10.0	13.7	10.4	12.0	12.6
	연우	(1.6)	1.1	(0.3)	1.5	(0.5)	7.7	3.6	2.0	0.2	3.6	4.0
yoy %p	*TOTAL*	*3.5*	*(0.8)*	*(0.2)*	*1.3*	*1.7*	*2.8*	*1.3*	*1.8*	*0.9*	*1.9*	*0.3*
	별도(화장품)	*3.1*	*0.1*	*0.2*	*0.8*	*2.6*	*1.5*	*0.8*	*0.8*	*1.0*	*1.3*	*(0.5)*
	중국콜마	*2.2*	*(0.5)*	*(7.8)*	*0.1*	*(0.7)*	*(2.3)*	*(9.4)*	*1.5*	*(1.4)*	*(1.8)*	*0.7*
	미국콜마	*42.0*	*8.8*	*(59.5)*	*(130.0)*	*(34.5)*	*(6.8)*	*58.0*	*115.0*	*(14.1)*	*8.6*	*2.6*
	캐나다콜마	*8.0*	*10.0*	*6.0*	*(15.0)*	*(5.0)*	*(12.5)*	*(6.0)*	*31.0*	*2.3*	*0.8*	*3.7*
	HK 이노엔	*2.1*	*(3.7)*	*0.3*	*3.4*	*2.6*	*3.8*	*0.1*	*(0.0)*	*0.6*	*1.6*	*0.6*
	연우	*(1.6)*	*(0.5)*	*(2.0)*	*3.1*	*1.1*	*6.6*	*3.9*	*0.5*	*(0.3)*	*3.5*	*0.4*

자료: 한국콜마, 상상인증권

대차대조표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	**858.7**	**1,009.6**	**1,211.9**	**1,592.2**	**2,064.0**
현금 및 현금성자산	141.9	225.3	369.4	594.1	872.6
매출채권	294.5	358.3	410.7	492.8	595.1
재고자산	327.7	324.8	350.9	421.1	508.5
비유동자산	**2,268.0**	**2,448.1**	**2,541.4**	**2,603.6**	**2,689.6**
관계기업투자등	47.8	126.0	109.6	114.1	118.7
유형자산	811.1	901.8	1,008.2	1,058.2	1,131.6
무형자산	1,249.3	1,243.5	1,241.6	1,241.9	1,242.3
자산총계	**3,126.7**	**3,457.8**	**3,753.3**	**4,195.8**	**4,753.6**
유동부채	**1,215.0**	**1,360.1**	**1,399.0**	**1,503.1**	**1,651.0**
매입채무	360.4	435.4	400.2	480.3	580.0
단기금융부채	799.0	863.7	923.0	944.0	989.0
비유동부채	**405.9**	**430.3**	**463.9**	**526.0**	**568.2**
장기금융부채	352.0	369.6	411.8	471.8	511.8
부채총계	1,621.0	1,790.4	1,862.9	2,029.1	2,219.3
지배주주지분	**792.6**	**910.4**	**1,083.5**	**1,304.7**	**1,608.7**
자본금	11.8	11.8	11.8	11.8	11.8
자본잉여금	294.7	301.0	256.3	256.3	256.3
이익잉여금	487.9	592.7	810.6	1,031.7	1,335.7
비지배주주지분	**713.1**	**757.0**	**806.9**	**862.0**	**925.6**
자본총계	**1,505.7**	**1,667.3**	**1,890.4**	**2,166.7**	**2,534.3**

손익계산서

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	**2,452.1**	**2,722.4**	**3,214.4**	**3,750.3**	**4,487.6**
매출원가	1,753.1	1,931.0	2,303.3	2,670.6	3,158.9
매출총이익	698.9	791.4	911.1	1,079.7	1,328.7
판매비와 관리비	505.1	551.9	567.2	667.3	792.0
영업이익	**193.9**	**239.6**	**344.0**	**412.4**	**536.7**
EBITDA	285.8	343.7	459.0	536.0	666.5
금융손익	-23.7	-32.9	-33.8	-27.2	-21.9
관계기업등 투자손익	12.5	0.6	-0.8	-1.3	-1.3
기타영업외손익	-42.9	4.5	-2.5	0.0	0.0
세전계속사업이익	**139.8**	**211.7**	**306.8**	**383.9**	**513.5**
계속사업법인세비용	14.4	43.5	71.0	78.7	105.3
당기순이익	125.3	168.2	235.8	305.2	408.3
지배주주순이익	**90.1**	**125.1**	**186.4**	**245.5**	**333.1**
매출총이익률 (%)	28.5	29.1	28.3	28.8	29.6
영업이익률 (%)	7.9	8.8	10.7	11.0	12.0
EBITDA 마진률 (%)	11.7	12.6	14.3	14.3	14.9
세전이익률 (%)	5.7	7.8	9.5	10.2	11.4
지배주주순이익률 (%)	3.7	4.6	5.8	6.5	7.4
ROA (%)	2.9	3.8	5.2	6.2	7.4
ROE (%)	12.5	14.7	18.7	20.6	22.9
ROIC (%)	7.5	7.8	10.3	11.9	14.8

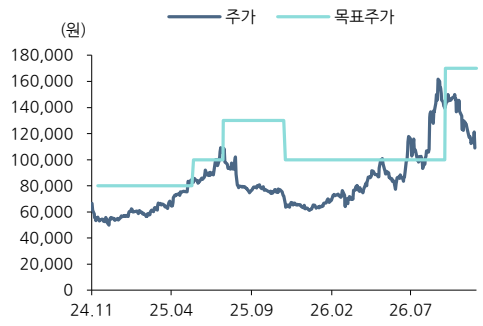
현금흐름표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	**215.4**	**291.4**	**342.0**	**357.7**	**442.3**
당기순이익(손실)	125.3	168.2	235.8	305.2	408.3
현금수익비용가감	194.8	202.6	201.4	122.4	121.7
유형자산감가상각비	69.3	80.6	90.2	100.0	106.2
무형자산상각비	22.7	23.6	24.8	23.6	23.7
기타현금수익비용	102.8	98.4	79.3	-2.7	-9.5
운전자본 증감	-40.4	0.1	-38.1	-69.9	-87.6
매출채권의 감소(증가)	39.8	-47.2	-53.0	-82.1	-102.4
재고자산의 감소(증가)	-53.2	3.5	-11.3	-70.2	-87.5
매입채무의 증가(감소)	-7.0	44.5	31.7	80.0	99.8
기타영업현금흐름	-20.0	-0.8	-5.5	2.3	2.4
투자활동 현금흐름	**-205.2**	**-247.7**	**-152.3**	**-189.7**	**-219.8**
유형자산 처분(취득)	-245.5	-162.2	-116.1	-150.0	-179.5
무형자산 감소(증가)	-13.2	-15.4	-24.1	-24.0	-24.0
투자자산 감소(증가)	63.4	-28.8	26.8	-8.3	-8.6
기타투자활동	-10.0	-41.3	-38.9	-7.4	-7.7
재무활동 현금흐름	**-43.2**	**40.2**	**-47.6**	**56.7**	**56.0**
차입금의 증가(감소)	24.8	62.7	-20.7	81.0	85.0
자본의 증가(감소)	-19.4	-22.6	-20.4	-24.3	-29.0
배당금 지급	19.4	22.6	20.4	24.3	29.0
기타재무활동	-48.6	0.2	-6.5	0.0	0.0
현금의 증감	**-29.0**	**83.4**	**144.0**	**224.7**	**278.5**
기초현금	170.8	141.9	225.3	369.4	594.1
기말현금	141.9	225.3	369.4	594.1	872.6

주요투자지표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
투자지표 (배)					
P/E	14.4	11.7	13.8	10.5	7.7
P/B	1.6	1.6	2.4	2.0	1.6
EV/EBITDA	7.9	6.9	7.6	6.2	4.7
P/S	0.5	0.5	0.8	0.7	0.6
배당수익률 (%)	1.3	1.4	0.9	1.1	1.3
성장성 (%)					
매출액 증가율	13.7	11.0	18.1	16.7	19.7
영업이익 증가율	42.4	23.6	43.6	19.9	30.1
세전이익 증가율	307.1	51.5	44.9	25.1	33.8
지배주주순이익 증가율	1,634.9	38.9	49.0	31.7	35.7
EPS 증가율	1,581.7	38.9	49.0	31.7	35.7
안정성 (%)					
부채비율	107.7	107.4	98.5	93.7	87.6
유동비율	70.7	74.2	86.6	105.9	125.0
순차입금/자기자본	63.2	55.0	47.7	34.9	22.1
영업이익/금융비용	4.2	6.2	7.9	12.2	18.6
총차입금 (십억원)	1,151.0	1,233.3	1,334.8	1,415.8	1,500.8
순차입금 (십억원)	951.8	916.8	902.6	756.3	560.1
주당지표 (원)					
EPS	3,816	5,299	7,896	10,399	14,110
BPS	33,579	38,566	45,902	55,271	68,151
SPS	103,879	115,332	136,175	158,877	190,113
DPS	720	864	1,030	1,230	1,450

한국콜마 목표주가 추이 및 투자의견 변동내역



일시	투자의견	목표가격	목표가격 대상 시 시점	괴리율(%)	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2026-02-25	Buy	100,000	1년	-2.9	61.7
2026-04-08	Buy	100,000	1년	3.6	61.7
2026-09-11	담당자변경				
2026-09-11	Buy	170,000	1년	-22.5	-11.8
2026-10-19	Buy	170,000	1년	-30.1	-24.5
2026-11-09	Buy	170,000	1년		

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:송지연)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급

구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고	구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고
산업 (Industry)	**투자등급 3단계** 향후 12 개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	50.0%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	**투자등급 3단계** 향후 12 개월 절대수익률	BUY	95.7%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	33.3%	시가총액 수준 유지			HOLD	4.3%	절대수익률 +15%~ -15%
		Underweight (비중축소)	16.7%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
			합계 100%					합계 100%	