한화투자증권

2025년 11월 07일
기업분석

한국콜마 (161890)

쇄신이 필요한 시점

▶Analyst 한유정 yujung.han@hanwha.com 02-3772-7693

Buy (유지)

목표주가(하향): 90,000원

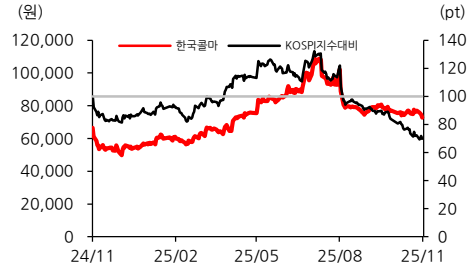
현재 주가(11/6)	72,800원
상승여력	▲23.6%
시가총액	17,184억원
발행주식수	23,605천주
52 주 최고가 / 최저가	109,200 / 49,800원
90 일 일평균 거래대금	185.32억원
외국인 지분율	36.8%
주주 구성	
한국콜마홀딩스 (외 24 인)	26.6%
NIHONKOLMAR (외 1 인)	11.8%
국민연금공단 (외 1 인)	10.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-5.8	-26.8	-3.7	4.6
상대수익률(KOSPI)	-19.3	-52.7	-61.0	-52.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,452	2,710	2,923	3,187
영업이익	194	239	282	325
EBITDA	286	345	399	451
지배주주순이익	90	111	131	165
EPS	3,816	4,711	5,531	6,982
순차입금	952	991	996	965
PER	14.4	15.5	13.2	10.4
PBR	1.6	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	7.9	7.9	6.8	6.0
배당수익률	1.3	1.2	1.6	1.9
ROE	12.5	13.2	13.9	15.5

주가 추이



기대치를 하회한 3분기

2025년 3분기 한국콜마의 연결 매출액은 6,830억원(+9.0% YoY, -6.6% QoQ), 영업이익은 583억원(+7.0% YoY, -20.6% QoQ)으로 컨센서스 영업이익(678억원)을 하회했다. [별도] 매출은 +17.7% YoY 성장하였으나, 10월 명절 연휴 공백분이 9월에 선반영된 영향(100억원)을 감안하면 실제 매출 성장률은 +14.0% YoY로 기존 가이던스에 부합했다.

별도 매출과 영업이익은 대체로 예상치에 부합했으나 연결 법인의 경우 [중국] 계절적 영향을 강하게 받아 선케어 수주가 감소해 매출액은 -13.1% YoY, 상대적으로 수익성이 낮은 포인트 메이크업 비중 확대로 영업적자 16억원 기록, [미국] 최대 고객사 수주 감소 지속 및 더딘 2공장 신규 고객 유입으로 매출액은 -53.7% YoY로 급감해 분기 매출액이 81억원에 불과했고 매출 급감 및 미국 2공장 고정비 반영 영향으로 영업적자 64억원을 기록하며 부진했다.

기대치를 하회할 4분기

4분기 매출액은 6,430억원(+8.9% YoY), 영업이익은 470억원(+34.7% YoY)으로 기존 컨센서스 영업이익(545억원)을 하회할 것으로 예상된다. 3분기 매출 선반영 영향으로 별도 매출 성장률은 +5.6% YoY에 그칠 것으로 예상되는 반면 해외 법인들의 개선이 연내 이뤄질 가능성은 낮아 보인다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 90,000원으로 하향 조정(-18%)

매출 및 이익 추정치를 하향했고, 별도 법인의 성장세 둔화와 해외 법인의 부진을 감안해 Target multiple(15.5배) 역시 조정했다. 연우는 2022년 인수 이후 국내·외 레거시 고객향 매출 감소가 지속되며 장기간 부진이 이어지고 있다. 중국 무석의 경우 중국 ODM/OEM 시장 경쟁 강도 강화로 2023년을 피크로 침체되는 분위기이며, 미국 법인 마저도 1공장 기준 최대 고객사로부터의 수주 흐름에 변동이 생기고 있다. 전사적 쇄신이 필요한 시점이다.

[표1] 한국콜마 분기 및 실적 추정 (단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	653	731	683	643	699	784	748	692	2,156	2,452	2,710	2,923
별도	274	328	322	255	302	361	355	286	857	1,060	1,179	1,304
연결법인	379	403	361	388	397	423	394	406	1,299	1,392	1,531	1,619
중국	42	50	32	30	44	54	36	32	177	158	153	165
북미	30	28	17	19	20	21	19	21	83	97	95	82
US	22	18	8	10	11	12	10	12	38	58	58	45
CANADA	9	10	9	9	9	10	9	9	46	39	37	37
HK 이노엔	247	263	261	283	269	282	281	293	829	897	1,055	1,125
연우	64	71	62	62	67	74	67	66	236	276	258	274
YoY	*13.6%*	*10.7%*	*9.0%*	*8.9%*	*7.0%*	*7.3%*	*9.5%*	*7.6%*	*15.5%*	*13.7%*	*10.5%*	*7.9%*
별도	*10.7%*	*10.5%*	*17.7%*	*5.6%*	*10.2%*	*10.0%*	*10.1%*	*12.3%*	*18.2%*	*23.7%*	*11.3%*	*10.6%*
연결법인	*15.8%*	*10.8%*	*2.3%*	*11.1%*	*4.7%*	*5.1%*	*9.0%*	*4.6%*	*13.8%*	*7.2%*	*9.9%*	*5.8%*
중국	*6.9%*	*-5.2%*	*-13.1%*	*0.5%*	*5.7%*	*7.5%*	*11.8%*	*5.6%*	*37.7%*	*-10.8%*	*-3.0%*	*7.5%*
북미	*90.1%*	*9.0%*	*-35.1%*	*-33.5%*	*-33.8%*	*-24.8%*	*12.3%*	*10.4%*	*12.5%*	*16.8%*	*-2.3%*	*-13.9%*
US	*210%*	*37.0%*	*-53.7%*	*-49.3%*	*-49.8%*	*-35.6%*	*25.7%*	*18.9%*	*46.0%*	*54.3%*	*0.7%*	*-22.9%*
CANADA	*-3.2%*	*-20.7%*	*0.2%*	*2.9%*	*6.0%*	*-4.9%*	*0.5%*	*0.7%*	*-5.3%*	*-13.9%*	*-6.7%*	*0.4%*
HK 이노엔	*16.4%*	*20.0%*	*13.7%*	*20.1%*	*8.8%*	*7.4%*	*7.7%*	*3.4%*	*-2.1%*	*8.2%*	*17.6%*	*6.7%*
연우	*-5.3%*	*-4.5%*	*-15.2%*	*0.4%*	*5.4%*	*4.9%*	*8.8%*	*6.5%*	-	*16.7%*	*-6.4%*	*6.3%*
영업이익	60	73	58	47	62	87	78	54	136	194	239	282
별도	34	49	44	23	38	54	49	23	80	122	150	164
연결법인	26	24	14	24	25	33	29	31	56	72	89	118
중국	3	6	-2	-1	3	7	-2	-1	10	4	7	8
북미	0	0	-8	-6	-5	-2	-1	-1	-11	-13	-14	-9
US	2	0	-6	-5	-3	-2	0	1	-10	-6	-10	-5
CANADA	-1	0	-1	-1	-1	0	-1	-1	-2	-7	-3	-4
HK 이노엔	25	20	26	34	29	28	35	35	65	88	105	128
연우	-1	1	0	0	-1	1	0	0	0	1	-1	-1
YoY	*84.8%*	*2.4%*	*7.0%*	*34.7%*	*4.0%*	*18.2%*	*34.4%*	*13.9%*	*85.8%*	*42.4%*	*23.3%*	*17.8%*
별도	*48.7%*	*10.9%*	*19.0%*	*26.7%*	*10.7%*	*10.5%*	*10.7%*	*-0.2%*	*15.3%*	*53.6%*	*22.7%*	*9.0%*
연결법인	*170%*	*-11.1%*	*-18.9%*	*43.1%*	*-4.7%*	*33.7%*	*109%*	*27.2%*	*1252%*	*26.6%*	*24.4%*	*32.6%*
중국	*흑전*	*15.1%*	*적전*	*적지*	*11.0%*	*21.5%*	*적지*	*적지*	*흑전*	*-60.7%*	*71.6%*	*19.1%*
북미	*흑전*	*흑전*	*적지*	*적지*	*적전*	*적전*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*
US	*흑전*	*적지*	*적지*	*적전*	*적전*	*적지*	*흑전*	*흑전*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*
CANADA	*적지*	*흑전*	*적지*	*적지*	*적지*	*-0.1%*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*
HK 이노엔	*46.8%*	*-19.8%*	*16.5%*	*40.2%*	*13.5%*	*46.0%*	*35.1%*	*3.2%*	*23.6%*	*35.8%*	*19.0%*	*21.5%*
연우	*적전*	*-37.8%*	*적전*	*적지*	*적지*	*10.1%*	*적지*	*적지*	*흑전*	*5532%*	*적전*	*적지*
영업이익률	*9.2%*	*10.1%*	*8.5%*	*7.4%*	*8.9%*	*11.1%*	*10.5%*	*7.8%*	*6.3%*	*7.9%*	*8.8%*	*9.6%*
별도	*12.4%*	*14.9%*	*13.8%*	*9.0%*	*12.4%*	*15.0%*	*13.8%*	*8.0%*	*9.3%*	*11.5%*	*12.7%*	*12.5%*
연결법인	*6.9%*	*6.1%*	*3.9%*	*6.3%*	*6.3%*	*7.7%*	*7.5%*	*7.6%*	*4.3%*	*5.1%*	*5.8%*	*7.3%*
중국	*7.5%*	*12.2%*	*-5.0%*	*-3.3%*	*7.8%*	*13.8%*	*-5.3%*	*-3.5%*	*5.5%*	*2.4%*	*4.3%*	*4.8%*
북미	*0.7%*	*0.4%*	*-44.5%*	*-32.2%*	*-23.7%*	*-10.0%*	*-6.8%*	*-2.8%*	*-13.6%*	*-13.2%*	*-14.2%*	*-10.7%*
US	*6.9%*	*-1.1%*	*-79.0%*	*-49.5%*	*-30.4%*	*-20.5%*	*0.5%*	*5.0%*	*-25.4%*	*-10.4%*	*-17.4%*	*-11.3%*
CANADA	*-14.9%*	*3.0%*	*-14.1%*	*-12.5%*	*-15.7%*	*3.2%*	*-14.8%*	*-13.1%*	*-4.0%*	*-17.5%*	*-9.3%*	*-10.0%*
HK 이노엔	*10.3%*	*7.4%*	*9.9%*	*12.1%*	*10.7%*	*10.1%*	*12.5%*	*12.1%*	*7.8%*	*9.8%*	*10.0%*	*11.3%*
연우	*-1.6%*	*1.1%*	*0.0%*	*-0.5%*	*-1.6%*	*1.1%*	*0.0%*	*-0.5%*	-	*0.5%*	*-0.2%*	*-0.2%*

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,156	2,452	2,710	2,923	3,187
매출총이익	578	699	791	856	935
영업이익	136	194	239	282	325
EBITDA	230	286	345	399	451
순이자손익	-36	-39	-36	-37	-36
외화관련손익	1	15	-4	6	2
지분법손익	2	13	12	12	12
세전계속사업손익	34	140	185	219	276
당기순이익	25	125	141	165	207
지배주주순이익	5	90	111	131	165
증가율(%)					
매출액	15.5	13.7	10.5	7.9	9.0
영업이익	85.8	42.4	23.3	17.8	15.4
EBITDA	54.6	24.3	20.7	15.6	13.0
순이익	흑전	398.5	12.7	16.5	25.8
이익률(%)					
매출총이익률	26.8	28.5	29.2	29.3	29.3
영업이익률	6.3	7.9	8.8	9.6	10.2
EBITDA 이익률	10.7	11.7	12.7	13.6	14.1
세전이익률	1.6	5.7	6.8	7.5	8.7
순이익률	1.2	5.1	5.2	5.6	6.5

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	898	859	903	947	1,041
현금성자산	269	199	236	231	261
매출채권	324	294	331	356	389
재고자산	281	328	294	317	346
비유동자산	2,111	2,268	2,385	2,479	2,558
투자자산	180	208	227	237	246
유형자산	660	811	925	1,027	1,114
무형자산	1,271	1,249	1,233	1,215	1,198
자산총계	3,009	3,127	3,287	3,426	3,599
유동부채	1,284	1,215	1,216	1,243	1,277
매입채무	390	360	319	344	375
유동성이자부채	854	799	829	829	829
비유동부채	307	406	459	461	463
비유동이자부채	249	352	398	398	398
부채총계	1,591	1,621	1,674	1,704	1,740
자본금	11	12	12	12	12
자본잉여금	262	295	295	295	295
이익잉여금	368	488	583	692	828
자본조정	7	-2	-2	-2	-2
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	1,419	1,506	1,613	1,722	1,859

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	112	215	278	215	249
당기순이익	25	125	141	165	207
자산상각비	94	92	106	117	126
운전자본증감	-76	-40	27	-22	-29
매출채권 감소(증가)	-60	40	-33	-25	-32
재고자산 감소(증가)	-41	-53	34	-22	-29
매입채무 증가(감소)	26	-7	22	24	31
투자현금흐름	-156	-205	-207	-201	-192
유형자산처분(취득)	-106	-245	-198	-198	-188
무형자산 감소(증가)	-16	-13	-6	-5	-5
투자자산 감소(증가)	-25	49	5	-1	-1
재무현금흐름	-8	-43	-18	-21	-28
차입금의 증가(감소)	8	25	5	0	0
자본의 증가(감소)	-17	-19	-17	-21	-28
배당금의 지급	-17	-19	-17	-21	-28
총현금흐름	245	320	296	238	278
(-)운전자본증가(감소)	17	44	37	22	29
(-)설비투자	107	247	208	198	188
(+)자산매각	-16	-11	4	-5	-5
Free Cash Flow	106	18	55	13	56
(-)기타투자	67	-7	-55	-3	-2
잉여현금	38	25	110	16	58
NOPLAT	100	174	183	211	244
(+) Dep	94	92	106	117	126
(-)운전자본투자	17	44	37	22	29
(-)Capex	107	247	208	198	188
OpFCF	70	-25	44	109	153

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	227	3,816	4,711	5,531	6,982
BPS	28,347	33,579	37,592	42,223	48,005
DPS	600	720	900	1,200	1,400
CFPS	10,688	13,560	12,521	10,063	11,760
ROA(%)	0.2	2.9	3.5	3.9	4.7
ROE(%)	0.8	12.5	13.2	13.9	15.5
ROIC(%)	4.5	7.5	7.4	8.1	9.0
Multiples(x,%)					
PER	236.2	14.4	15.5	13.2	10.4
PBR	1.9	1.6	1.9	1.7	1.5
PSR	0.6	0.5	0.6	0.6	0.5
PCR	5.0	4.1	5.8	7.2	6.2
EV/EBITDA	9.0	7.9	7.9	6.8	6.0
배당수익률	1.1	1.3	1.2	1.6	1.9
안정성(%)					
부채비율	112.1	107.7	103.8	98.9	93.6
Net debt/Equity	58.8	63.2	61.4	57.8	51.9
Net debt/EBITDA	363.1	333.0	287.2	249.7	214.1
유동비율	70.0	70.7	74.3	76.2	81.5
이자보상배율(배)	3.0	4.2	5.6	6.4	7.3
자산구조(%)					
투하자본	83.1	85.6	84.6	85.0	84.4
현금+투자자산	16.9	14.4	15.4	15.0	15.6
자본구조(%)					
차입금	43.8	43.3	43.2	41.6	39.8
자기자본	56.2	56.7	56.8	58.4	60.2

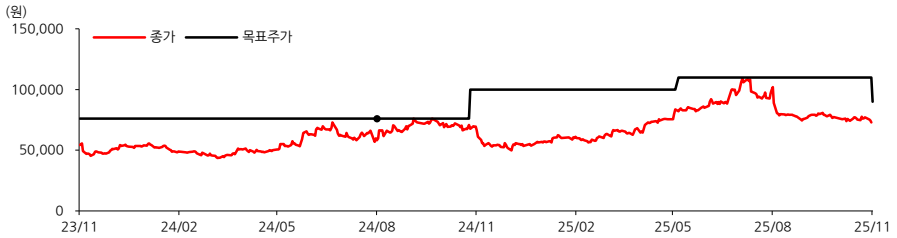
주: IFRS 연결 기준

[Compliance Notice] (공표일: 2025 년 11 월 07 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (한유정)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[한국콜마 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2024.01.22	2024.05.10	2024.11.01	2024.11.07	2024.11.15	2025.01.23
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	76,000	76,000	100,000	100,000	100,000	100,000
일 시	2025.02.10	2025.04.21	2025.04.25	2025.05.12	2025.08.08	2025.08.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	100,000	100,000	100,000	110,000	110,000	110,000
일 시	2025.11.07					
투자의견	Buy					
목표가격	90,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.11.01	Buy	100,000	-38.40	-16.40
2025.05.12	Buy	110,000	-22.46	-0.73
2025.11.07	Buy	90,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중] (기준일: 2025 년 09 월 30 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	82.9%	17.1%	0.0%	100.0%