



# 한국콜마 (161890)

한국과 미국 모두 기대 이상

▶ Analyst 한유정 yujung.han@hanwha.com 02-3772-7693 / RA 고예진 yejinko@hanwha.com 02-3772-7701

**Buy** (유지)

목표주가(상향): 120,000원

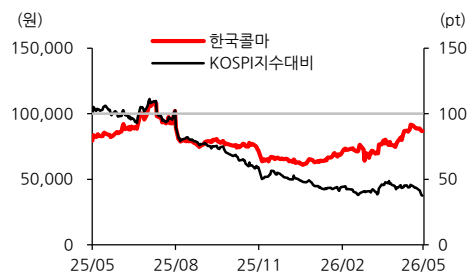
현재 주가(5/7)	86,900원
상승여력	▲38.1%
시가총액	20,513억원
발행주식수	23,605천주
52 주 최고가 / 최저가	109,200 / 61,100원
90 일 일평균 거래대금	189.32억원
외국인 지분율	36.3%
주주 구성	
한국콜마홀딩스 (외 23 인)	26.6%
NIHONKOLMAR (외 1 인)	11.8%
국민연금공단 (외 1 인)	10.5%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	16.3	25.8	20.5	15.1
상대수익률(KOSPI)	-20.0	-21.4	-68.9	-175.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	2,452	2,722	3,044	3,388
영업이익	194	240	303	346
EBITDA	286	344	418	466
지배주주순이익	90	125	159	186
EPS	3,816	5,299	6,737	7,901
순차입금	952	917	947	894
PER	22.8	16.4	12.9	11.0
PBR	2.6	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA	10.5	8.6	7.2	6.3
배당수익률	0.8	1.0	1.2	1.4
ROE	12.5	14.7	16.3	16.6

**주가 추이**



**기대치를 상회한 1분기**

2026년 1분기 한국콜마의 연결 매출액은 7,280억원(+11.5% YoY, +11.1% QoQ), 영업이익은 789억원(+31.6% YoY, +64.9% QoQ)으로 컨센서스 영업이익(662억원)을 상회했다. **[별도]** 한국 대형 고객사들과 글로벌 MNC 럭셔리 브랜드향 매출 개시 영향으로 스킨케어 매출액이 큰 폭의 성장세(+43% YoY, 이하 YoY)를 보였다. 이에 영업이익은 512억원(+51.2%), 영업이익률 14.9%(+2.5%p)로 매출과 수익성 모두 사상 최대 분기 실적을 기록했다. **[미국]** 1위 고객사 주문 감소 영향으로 매출액은 134억원(-38.4%)을 기록, 2공장 가동에 따른 초기 비용 부담은 피크아웃하며 영업이익은 -37억원으로 적자 폭은 전분기 대비 46억원 축소되었다. 1분기에 반영된 이란 사태 관련 영향은 전무했으나 2분기부터는 일부 원가가 상승할 것으로 예상된다. 다만 SKU가 많은 화장품 ODM·OEM 특성상 제품별로 탄력적인 가격 전가가 이뤄질 것으로 예상해 손익 영향은 미미할 것으로 추정한다.

**한국과 미국 모두 기대 이상**

별도 법인의 매출 고성장이 연중 이어질 가능성이 높다. 일부 고객사 물량 증가에 그친 것이 아니라 고객층이 넓어지는 가운데 주요 고객사의 성장 강도까지 높아지고 있기 때문이다. 특히 ODM 활용에 보수적이던 글로벌 MNC 럭셔리 브랜드향 수주 확대는 의미가 크다. 해당 수주가 양호한 판매 성과를 낼 경우 추가 글로벌 MNC 수주로 이어질 가능성도 있다. 미국도 절대적인 실적 수준은 아직 낮지만 최대 고객사 매출이 지난해 하반기 대비 회복되고, 2공장 신규 고객사 유입까지 더해지며 예상보다 빠른 턴어라운드 가능성이 전망된다. 특히 신규 고객사 유입이 한국에서 이미 거래 경험이 있는 고객들을 중심으로 이뤄지고 있다는 점에서 가시성도 높은 편이다.

**투자의견 BUY 유지, 목표주가 120,000원으로 상향 조정(+9%)**

해외 법인의 부담이 완전히 해소된 것은 아니지만, 별도 실적 상향과 미국 턴어라운드 가시성 확대를 반영해 투자의견 BUY를 유지하고 목표주가는 120,000원으로 상향한다. 단기 실적 서프라이즈를 넘어 고객사 구조 변화와 글로벌 MNC향 레퍼런스 축적으로 중장기 성장의 기반이 마련되고 있다는 점에 주목할 필요가 있다.

[표1] 한국콜마 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2024	2025	2026E
매출액	653	731	683	655	728	831	770	715	2,156	2,452	2,722	3,044
별도	274	328	322	268	343	406	377	309	857	1,060	1,193	1,435
연결법인	379	403	361	387	385	425	393	406	1,299	1,392	1,530	1,609
중국	42	50	32	33	47	55	33	34	177	158	156	170
북미	30	28	17	15	22	28	24	23	83	97	91	98
US	22	18	8	7	13	18	15	15	38	58	55	62
CANADA	9	10	9	8	8	10	9	8	46	39	36	35
HK 이노엔	247	263	261	292	259	276	278	296	829	897	1,063	1,109
연우	64	71	62	55	62	74	67	58	236	276	251	262
YoY	13.6%	10.7%	9.0%	11.0%	11.5%	13.7%	12.8%	9.1%	15.5%	13.7%	11.0%	11.8%
별도	10.7%	10.5%	17.7%	11.1%	25.0%	23.8%	17.1%	15.3%	18.2%	23.7%	12.5%	20.4%
연결법인	15.8%	10.9%	2.3%	10.9%	1.7%	5.5%	8.9%	4.7%	13.8%	7.2%	9.9%	5.1%
중국	6.9%	-5.2%	-13.1%	9.6%	13.7%	10.5%	4.8%	3.6%	37.7%	-10.8%	-1.3%	8.7%
북미	90.1%	9.0%	-35.1%	-48.8%	-28.5%	-1.3%	40.4%	60.0%	12.5%	16.8%	-6.8%	7.5%
US	210%	37.0%	-53.7%	-66.6%	-38.4%	0.6%	85.7%	131%	46.0%	54.3%	-5.3%	13.6%
CANADA	-3.2%	-20.7%	0.2%	-8.1%	-3.8%	-4.9%	0.5%	0.7%	-5.3%	-13.9%	-9.1%	-2.0%
HK 이노엔	16.4%	20.0%	13.7%	23.8%	4.6%	4.8%	6.6%	1.4%	-2.1%	8.2%	18.5%	4.3%
연우	-5.3%	-4.5%	-15.2%	-11.1%	-1.9%	4.9%	8.8%	6.5%	-	16.7%	-9.0%	4.5%
영업이익	60	73	58	48	79	91	79	54	136	194	240	303
별도	34	49	44	22	51	61	52	26	80	122	150	190
연결법인	26	24	14	26	28	31	27	28	56	72	90	113
중국	3	6	-2	-2	3	6	1	-1	10	4	6	8
북미	0	0	-8	-11	-5	-5	-3	-5	-11	-13	-19	-18
US	2	0	-6	-8	-4	-3	-2	-2	-10	-6	-13	-10
CANADA	-1	0	-1	-3	-2	-2	-1	-2	-2	-7	-5	-7
HK 이노엔	25	20	26	40	33	31	31	36	65	88	111	132
연우	-1	1	0	1	0	0	0	1	0	1	1	1
YoY	84.8%	2.4%	6.9%	36.2%	31.6%	24.2%	35.4%	13.4%	85.8%	42.4%	23.6%	26.6%
별도	48.6%	10.9%	19.0%	23.2%	51.2%	23.8%	17.7%	17.8%	15.3%	53.6%	22.2%	27.3%
연결법인	171%	-11.2%	-19.0%	49.9%	6.2%	25.1%	91.4%	9.5%	1252%	26.6%	25.9%	25.5%
중국	흑전	15.1%	적전	적지	3.0%	-7.7%	흑전	적지	흑전	-60.7%	55.8%	34.4%
북미	흑전	흑전	적지	적지	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지
US	흑전	적지	적지	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
CANADA	적지	흑전	적지	적지	적지	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지
HK 이노엔	46.8%	-19.8%	16.5%	64.3%	30.8%	60.7%	21.5%	-11.0%	23.6%	35.8%	25.7%	18.8%
연우	적전	-37.8%	적전	흑전	적지	-51.5%	적지	-10.5%	흑전	5532%	-61.9%	40.2%
영업이익률	9.2%	10.1%	8.5%	7.3%	10.8%	11.0%	10.3%	7.6%	6.3%	7.9%	8.8%	10.0%
별도	12.4%	14.9%	13.8%	8.3%	14.9%	14.9%	13.8%	8.5%	9.3%	11.5%	12.5%	13.3%
연결법인	6.9%	6.1%	3.9%	6.6%	7.2%	7.2%	6.8%	6.9%	4.3%	5.1%	5.9%	7.0%
중국	7.5%	12.2%	-5.0%	-4.9%	6.8%	10.2%	2.0%	-4.2%	5.5%	2.4%	3.8%	4.8%
북미	0.7%	0.4%	-44.5%	-77.6%	-24.8%	-17.0%	-11.3%	-20.0%	-13.6%	-13.2%	-20.7%	-18.0%
US	6.9%	-1.1%	-79.0%	-124%	-27.7%	-15.5%	-10.5%	-15.0%	-25.4%	-10.4%	-24.4%	-16.8%
CANADA	-14.9%	3.0%	-14.1%	-38.8%	-20.3%	-20.0%	-12.6%	-29.5%	-4.0%	-17.5%	-15.0%	-20.3%
HK 이노엔	10.3%	7.4%	9.9%	13.7%	12.8%	11.4%	11.3%	12.1%	7.8%	9.8%	10.4%	11.9%
연우	-1.6%	1.1%	0.0%	1.5%	-0.5%	0.5%	0.0%	1.2%	-	0.5%	0.2%	0.3%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	2,156	2,452	2,722	3,044	3,388
매출총이익	578	699	791	887	989
영업이익	136	194	240	303	346
EBITDA	230	286	344	418	466
순이자손익	-36	-39	-32	-23	-23
외화관련손익	1	15	-1	8	5
지분법손익	2	13	1	7	4
세전계속사업손익	34	140	212	272	317
당기순이익	25	125	168	204	238
지배주주순이익	5	90	125	159	186
<b>증가율(%)</b>					
매출액	15.5	13.7	11.0	11.8	11.3
영업이익	85.8	42.4	23.6	26.6	13.9
EBITDA	54.6	24.3	20.3	21.6	11.5
순이익	흑전	398.5	34.2	21.1	16.7
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	26.8	28.5	29.1	29.1	29.2
영업이익률	6.3	7.9	8.8	10.0	10.2
EBITDA 이익률	10.7	11.7	12.6	13.7	13.7
세전이익률	1.6	5.7	7.8	8.9	9.4
순이익률	1.2	5.1	6.2	6.7	7.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	112	215	291	195	277
당기순이익	25	125	168	204	238
자산상각비	94	92	104	114	120
운전자본증감	-76	-40	0	-67	-25
매출채권 감소(증가)	-60	40	-47	-36	-33
재고자산 감소(증가)	-41	-53	4	-99	-36
매입채무 증가(감소)	26	-7	44	66	42
투자현금흐름	-156	-205	-248	-209	-204
유형자산처분(취득)	-106	-245	-162	-156	-148
무형자산 감소(증가)	-16	-13	-15	-44	-44
투자자산 감소(증가)	-25	49	-27	-3	-3
재무현금흐름	-8	-43	40	-20	-24
차입금의 증가(감소)	8	25	63	0	0
자본의 증가(감소)	-17	-19	-17	-20	-24
배당금의 지급	-17	-19	-17	-20	-24
총현금흐름	245	320	371	262	302
(-)운전자본증가(감소)	17	44	-47	67	25
(-)설비투자	107	247	164	156	148
(+)자산매각	-16	-11	-14	-44	-44
Free Cash Flow	106	18	240	-5	85
(-)기타투자	67	-7	89	6	9
잉여현금	38	25	151	-10	76
NOPLAT	100	174	190	228	259
(+) Dep	94	92	104	114	120
(-)운전자본투자	17	44	-47	67	25
(-)Capex	107	247	164	156	148
OpFCF	70	-25	177	120	207

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	898	859	1,010	1,115	1,237
현금성자산	269	199	316	286	339
매출채권	324	294	358	394	427
재고자산	281	328	325	424	460
비유동자산	2,111	2,268	2,448	2,546	2,633
투자자산	180	208	303	315	328
유형자산	660	811	902	966	1,020
무형자산	1,271	1,249	1,243	1,265	1,285
자산총계	3,009	3,127	3,458	3,660	3,870
유동부채	1,284	1,215	1,360	1,429	1,474
매입채무	390	360	435	501	544
유동성이자부채	854	799	864	864	864
비유동부채	307	406	430	432	434
비유동이자부채	249	352	370	370	370
부채총계	1,591	1,621	1,790	1,861	1,908
자본금	11	12	12	12	12
자본잉여금	262	295	301	301	301
이익잉여금	368	488	593	731	894
자본조정	7	-2	5	-2	-2
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	1,419	1,506	1,667	1,799	1,962

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	227	3,816	5,299	6,737	7,901
BPS	28,347	33,579	38,566	44,157	51,057
DPS	600	720	864	1,000	1,200
CFPS	10,688	13,560	15,707	11,085	12,779
ROA(%)	0.2	2.9	3.8	4.5	5.0
ROE(%)	0.8	12.5	14.7	16.3	16.6
ROIC(%)	4.5	7.5	7.8	9.0	9.7
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	383.0	22.8	16.4	12.9	11.0
PBR	3.1	2.6	2.3	2.0	1.7
PSR	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6
PCR	8.1	6.4	5.5	7.8	6.8
EV/EBITDA	12.6	10.5	8.6	7.2	6.3
배당수익률	0.7	0.8	1.0	1.2	1.4
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	112.1	107.7	107.4	103.4	97.2
Net debt/Equity	58.8	63.2	55.0	52.6	45.6
Net debt/EBITDA	363.1	333.0	266.7	226.6	192.0
유동비율	70.0	70.7	74.2	78.0	83.9
이자보상배율(배)	3.0	4.2	6.2	9.0	10.2
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	83.1	85.6	79.9	81.3	80.3
현금+투자자산	16.9	14.4	20.1	18.7	19.7
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	43.8	43.3	42.5	40.7	38.6
자기자본	56.2	56.7	57.5	59.3	61.4

[ Compliance Notice ]

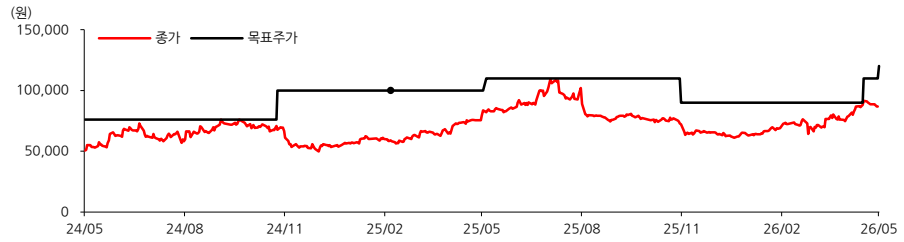
(공표일: 2026년 05월 08일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (한유정, 고예진)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 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 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ 한국콜마 주가와 목표주가 추이 ]



[ 투자의견 변동 내역 ]

일 시	2024.05.10	2024.11.01	2024.11.07	2024.11.15	2025.01.23	2025.02.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	76,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000
일 시	2025.04.21	2025.04.25	2025.05.12	2025.08.08	2025.08.12	2025.11.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	100,000	100,000	110,000	110,000	110,000	90,000
일 시	2026.02.25	2026.03.30	2026.04.24	2026.05.08		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	90,000	90,000	110,000	120,000		

[ 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	-22.41	-2.22
2026.04.24	Buy	110,000	-18.95	-16.73
2026.05.08	Buy	120,000		

**[ 종목 투자등급 ]**

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +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 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

**[ 산업 투자 의견 ]**

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 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: 2026년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.7%	9.3%	0.0%	100.0%