한화투자증권

2026년 11월 06일
기업분석



한국콜마(161890)

계절성을 넘어선 수요

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 160,000원

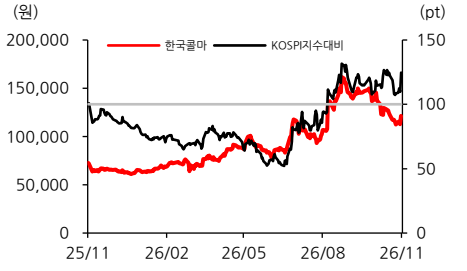
현재 주가(11/5)	121,300원
상승여력	▲31.9%
시가총액	28,633억원
발행주식수	23,605천주
52 주 최고가 / 최저가	161,700 / 61,100원
90 일 일평균 거래대금	456.17억원
외국인 지분율	42.3%
주주 구성	
한국콜마홀딩스 (외 24 인)	26.6%
국민연금공단 (외 1 인)	12.1%
NIHONKOLMAR (외 1 인)	11.8%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-11.2	18.6	36.8	62.8
상대수익률(KOSPI)	11.9	37.0	59.1	28.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	2,722	3,209	3,650	4,126
영업이익	240	339	411	477
EBITDA	344	454	535	604
지배주주순이익	125	187	233	281
EPS	5,299	7,914	9,881	11,892
순차입금	917	965	832	664
PER	22.9	15.3	12.3	10.2
PBR	3.1	2.6	2.2	1.8
EV/EBITDA	11.0	8.4	6.9	5.8
배당수익률	0.7	0.7	0.8	1.0
ROE	14.7	18.7	19.6	19.7

주가 추이



기대치를 하회한 3분기

2026년 3분기 한국콜마의 연결 매출액은 8,282억원(+21.3% YoY, -3.8% QoQ), 영업이익은 819억원(+40.5% YoY, -25.7% QoQ)으로 컨센서스 영업이익(920억원)을 하회했다. 당사 추정치 대비 영업이익 하회의 대부분은 HK이노엔과 중국에서 발생했다. [별도] 조업일수 감소에도 매출액은 4,337억원(+34.7% YoY)으로 사상 최대치를 재차 경신했다. 스케일업 브랜드의 수출 확대에 힘입어 선케어 +54%, 스킨케어 +32%, 메이크업 +19%로 전 카테고리가 성장했다. 영업이익은 629억원(+42.0% YoY), 영업이익률은 14.5%(+0.7%p YoY)를 기록했다. 반면 [중국]은 주요 색조 고객사의 주문 감소와 높은 고정비 부담으로 영업적자 44억원을 기록했고, [미국]도 재고자산평가충당금 25억원 반영으로 영업적자가 전분기 대비 24억원 확대되며 연결 실적 하회의 주요 원인으로 작용했다. [연우]는 스케일업 브랜드향 수주 증가로 매출액 835억원(+35.1% YoY), 영업이익 30억원으로 흑자 기조를 이어갔다.

비수기를 무색하게 할 4분기

2026년 4분기 연결 매출액은 7,916억원(+20.8% YoY), 영업이익은 674억원(+40.8% YoY)으로 추정한다. 별도 매출액은 3,828억원(+42.8% YoY)으로 연중 가장 높은 성장률을 기록할 전망이다. 수출 고객사의 선케어 수요에는 계절성이 크지 않고 스킨케어 및 글로벌 MNC향 수주도 견조한 흐름이 이어지고 있다. 중국은 신규 고객사 생산 반영으로 전년 대비 소폭 성장하고, 연우 역시 스케일업 브랜드 중심의 고객 포트폴리오 변화에 힘입어 성장세가 이어질 전망이다. 미국도 더디지만 신규 고객사 유입이 매출로 확인될 것으로 기대한다.

투자의견 BUY, 목표주가 160,000원 유지

2027년 연결 매출액은 3조 6,500억원(+13.7% YoY), 영업이익은 4,110억원(+21.3% YoY)으로 추정한다. 2027년에도 한국콜마 별도는 스케일업 브랜드의 수출 확대와 글로벌 MNC향 신제품 출하 개시를 중심으로 높은 성장세가 이어질 전망이다. 일각에서는 용기 쇼티지, 생산 병목 문제가 성장을 제한할 것이라는 우려가 있으나 용기 공급업체 다변화, 기존 시설 활용과 공장 임차·인수 등을 통해 대응 가능한 영역으로 판단한다. 본질은 견조한 수요 증가에 있다.

[표1] 한국콜마의 밸류에이션

구분		비고
예상 EPS(원)	9,881	2027 년 기준
목표 P/E(배)	15.8	Global Peer 평균 P/E 에 40% 할인 적용
적정 주가(원)	156,446	
목표 주가(원)	**160,000**	
현재 주가(원)	121,300	
상승 여력	31.9%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 한국콜마의 2026년 3분기 실적 (단위: 십억 원)

	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26P			증감		차이	
					발표치	당사 추정치	컨센서스	YoY	QoQ	당사 추정치	컨센서스
매출액	683	656	728	861	828	846	836	*21.3%*	-3.8%	*-2.1%*	*-1.0%*
영업이익	58	48	79	110	82	93	92	*40.5%*	-25.7%	*-12.3%*	*-10.6%*
지배주주순이익	32	45	45	63	41	48	51	*27.7%*	-35.4%	*-15.6%*	*-20.9%*
영업이익률	*8.5%*	*7.3%*	*10.8%*	*12.8%*	*9.9%*	*11.0%*	*11.0%*	*1.4%p*	*-2.9%p*	*-1.2%p*	*-1.1%p*
순이익률	*4.7%*	*6.9%*	*6.2%*	*7.3%*	*4.9%*	*5.7%*	*6.1%*	*0.2%p*	*-2.4%p*	*-0.8%p*	*-1.2%p*

자료: Fnguide, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 한국콜마의 연간 수익 추정 변경 (단위: 십억 원)

	2026E			2027E		
	변경 전	변경 후	차이	변경 전	변경 후	차이
매출액	3,191	3,209	*0.6%*	3,724	3,650	*-2.0%*
영업이익	342	339	*-1.0%*	411	411	*0.0%*
지배주주순이익	186	187	*0.4%*	235	233	*-0.7%*
영업이익률	*10.7%*	*10.5%*	*-0.2%p*	*11.0%*	*11.3%*	*0.2%p*
순이익률	*5.8%*	*5.8%*	*-0.0%p*	*6.3%*	*6.4%*	*0.1%p*

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표4] 한국콜마 분기 및 연간 실적 추정 (단위: 십억 원)

	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액	728	861	828	792	856	991	939	865	2,722	3,209	3,650
별도	343	430	434	383	426	525	512	434	1,193	1,590	1,897
연결법인	385	431	394	409	429	465	427	431	1,530	1,619	1,752
중국	47	58	30	34	49	60	33	37	156	170	179
북미	22	27	26	24	27	31	29	27	91	99	114
US	13	18	18	16	19	21	20	19	55	66	80
CANADA	8	9	8	7	9	9	8	8	36	33	34
HK 이노엔	259	267	260	286	276	279	274	294	1,063	1,072	1,123
연우	62	91	83	71	81	107	96	79	251	308	363
YoY	*11.5%*	*17.8%*	*21.3%*	*20.8%*	*17.5%*	*15.0%*	*13.3%*	*9.3%*	*11.0%*	*17.9%*	*13.7%*
별도	*25.0%*	*31.2%*	*34.7%*	*42.8%*	*24.3%*	*22.1%*	*18.0%*	*13.3%*	*12.5%*	*33.3%*	*19.3%*
연결법인	*1.6%*	*7.0%*	*9.3%*	*5.5%*	*11.5%*	*8.0%*	*8.2%*	*5.5%*	*9.9%*	*5.8%*	*8.2%*
중국	*13.7%*	*15.9%*	*-4.5%*	*4.0%*	*2.9%*	*4.0%*	*8.8%*	*9.3%*	*-1.3%*	*8.6%*	*5.6%*
북미	*-28.5%*	*-4.6%*	*50.7%*	*61.3%*	*25.6%*	*14.5%*	*9.9%*	*13.6%*	*-6.8%*	*8.6%*	*15.5%*
US	*-38.4%*	*-2.9%*	*122.2%*	*143.8%*	*40.0%*	*20.5%*	*12.3%*	*18.8%*	*-5.3%*	*19.4%*	*21.8%*
CANADA	*-3.8%*	*-7.8%*	*-12.1%*	*-7.6%*	*2.6%*	*3.0%*	*4.5%*	*2.0%*	*-9.1%*	*-7.9%*	*3.0%*
HK이노엔	*4.6%*	*1.6%*	*-0.2%*	*-2.0%*	*6.9%*	*4.3%*	*5.3%*	*2.7%*	*18.5%*	*0.8%*	*4.7%*
연우	*-1.9%*	*28.9%*	*35.1%*	*30.0%*	*30.3%*	*17.1%*	*15.3%*	*10.7%*	*-9.0%*	*22.8%*	*17.8%*
영업이익	79	110	82	67	100	133	101	76	240	339	411
별도	51	71	63	36	64	87	75	41	150	221	266
연결법인	28	40	19	32	36	47	27	35	90	118	145
중국	3	6	-4	-1	3	7	-5	-1	6	3	4
북미	-5	-2	-5	-5	-4	-2	-4	-4	-19	-18	-14
US	-4	-1	-4	-2	-3	-1	-2	-1	-13	-11	-7
CANADA	-2	-1	-2	-2	-2	-1	-2	-2	-5	-6	-7
HK 이노엔	33	30	26	39	40	34	32	42	111	128	147
연우	0	7	3	1	1	9	4	1	1	11	14
YoY	*31.6%*	*50.2%*	*40.5%*	*40.8%*	*27.4%*	*20.9%*	*23.5%*	*12.4%*	*23.6%*	*41.3%*	*21.3%*
별도	*51.2%*	*44.3%*	*42.0%*	*59.7%*	*24.9%*	*22.7%*	*18.6%*	*13.9%*	*22.2%*	*47.5%*	*20.6%*
연결법인	*6.1%*	*61.9%*	*35.7%*	*24.3%*	*31.9%*	*17.5%*	*39.7%*	*10.8%*	*25.9%*	*31.0%*	*22.7%*
중국	*3.0%*	*-6.3%*	*적지*	*적지*	*8.0%*	*17.5%*	*적지*	*적지*	*55.8%*	*-48.7%*	*18.7%*
북미	*적전*	*적전*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*
US	*적전*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*
CANADA	*적지*	*적전*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*
HK이노엔	*30.8%*	*53.6%*	*0.5%*	*-2.1%*	*19.4%*	*12.8%*	*23.2%*	*6.3%*	*25.7%*	*15.8%*	*14.6%*
연우	*적지*	*815.0%*	*흑전*	*9.3%*	*흑전*	*23.0%*	*21.1%*	*16.2%*	*-61.9%*	*1841%*	*33.0%*
영업이익률	*10.8%*	*12.8%*	*9.9%*	*8.5%*	*11.7%*	*13.5%*	*10.8%*	*8.8%*	*8.8%*	*10.5%*	*11.3%*
별도	*14.9%*	*16.4%*	*14.5%*	*9.3%*	*15.0%*	*16.5%*	*14.6%*	*9.3%*	*12.5%*	*13.9%*	*14.0%*
연결법인	*7.2%*	*9.2%*	*4.8%*	*7.8%*	*8.5%*	*10.0%*	*6.2%*	*8.2%*	*5.9%*	*7.3%*	*8.3%*
중국	*6.8%*	*9.9%*	*-14.5%*	*-4.2%*	*7.1%*	*11.2%*	*-15.2%*	*-4.0%*	*3.8%*	*1.8%*	*2.0%*
북미	*-24.8%*	*-8.5%*	*-20.7%*	*-19.5%*	*-16.2%*	*-5.9%*	*-13.6%*	*-14.1%*	*-20.7%*	*-18.0%*	*-12.2%*
US	*-27.7%*	*-7.9%*	*-21.1%*	*-15.0%*	*-13.8%*	*-3.9%*	*-10.6%*	*-7.5%*	*-24.4%*	*-17.3%*	*-8.8%*
CANADA	*-20.3%*	*-9.8%*	*-19.7%*	*-29.5%*	*-21.3%*	*-10.3%*	*-20.7%*	*-31.0%*	*-15.0%*	*-19.3%*	*-20.2%*
HK이노엔	*12.8%*	*11.2%*	*10.0%*	*13.7%*	*14.3%*	*12.1%*	*11.7%*	*14.2%*	*10.4%*	*12.0%*	*13.1%*
연우	*-0.5%*	*7.7%*	*3.6%*	*1.2%*	*1.0%*	*8.1%*	*3.8%*	*1.3%*	*0.2%*	*3.4%*	*3.9%*

자료: 한국콜마, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	2,452	2,722	3,209	3,650	4,126
매출총이익	699	791	948	1,119	1,310
영업이익	194	240	339	411	477
EBITDA	286	344	454	535	604
순이자손익	-39	-32	-37	-35	-33
외화관련손익	15	-1	8	5	7
지분법손익	13	1	10	9	7
세전계속사업손익	140	212	305	384	462
당기순이익	125	168	234	292	350
지배주주순이익	90	125	187	233	281
증가율(%)					
매출액	13.7	11.0	17.9	13.7	13.0
영업이익	42.4	23.6	41.3	21.3	16.1
EBITDA	24.3	20.3	32.2	17.7	12.9
순이익	398.5	34.2	39.0	24.8	19.9
이익률(%)					
매출총이익률	28.5	29.1	29.5	30.7	31.8
영업이익률	7.9	8.8	10.5	11.3	11.6
EBITDA 이익률	11.7	12.6	14.2	14.7	14.6
세전이익률	5.7	7.8	9.5	10.5	11.2
순이익률	5.1	6.2	7.3	8.0	8.5

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	859	1,010	1,108	1,249	1,472
현금성자산	199	316	334	403	520
매출채권	294	358	408	446	503
재고자산	328	325	349	381	429
비유동자산	2,268	2,448	2,569	2,620	2,664
투자자산	208	303	292	303	316
유형자산	811	902	1,036	1,074	1,106
무형자산	1,249	1,243	1,242	1,242	1,242
자산총계	3,127	3,458	3,678	3,869	4,135
유동부채	1,215	1,360	1,371	1,352	1,362
매입채무	360	435	398	434	490
유동성이자부채	799	864	898	838	791
비유동부채	406	430	453	451	449
비유동이자부채	352	370	401	397	394
부채총계	1,621	1,790	1,824	1,802	1,812
자본금	12	12	12	12	12
자본잉여금	295	301	256	256	256
이익잉여금	488	593	811	1,024	1,281
자본조정	-2	5	5	5	5
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	1,506	1,667	1,854	2,067	2,324

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금흐름	215	291	297	318	352
당기순이익	125	168	234	292	350
자산상각비	92	104	116	124	127
운전자본증감	-40	0	-36	-31	-48
매출채권 감소(증가)	40	-47	-50	-38	-57
재고자산 감소(증가)	-53	4	-9	-32	-49
매입채무 증가(감소)	-7	44	29	37	55
투자현금흐름	-205	-248	-170	-167	-163
유형자산처분(취득)	-245	-162	-145	-139	-132
무형자산 감소(증가)	-13	-15	-24	-24	-24
투자자산 감소(증가)	49	-27	31	-2	-2
재무현금흐름	-43	40	-84	-84	-74
차입금의 증가(감소)	25	63	-57	-64	-51
자본의 증가(감소)	-19	-23	-20	-20	-24
배당금의 지급	-19	-23	-20	-20	-24
총현금흐름	320	371	390	349	399
(-)운전자본증가(감소)	44	-47	105	31	48
(-)설비투자	247	164	146	139	132
(+)자산매각	-11	-14	-23	-24	-24
Free Cash Flow	18	240	117	155	196
(-)기타투자	-7	89	-37	2	5
잉여현금	25	151	153	153	191
NOPLAT	174	190	260	312	361
(+) Dep	92	104	116	124	127
(-)운전자본투자	44	-47	105	31	48
(-)Capex	247	164	146	139	132
OpFCF	-25	177	125	266	309

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주당지표					
EPS	3,816	5,299	7,914	9,881	11,892
BPS	33,579	38,566	45,919	54,936	65,828
DPS	720	864	864	1,000	1,200
CFPS	13,560	15,707	16,529	14,790	16,917
ROA(%)	2.9	3.8	5.2	6.2	7.0
ROE(%)	12.5	14.7	18.7	19.6	19.7
ROIC(%)	7.5	7.8	10.1	11.4	12.8
Multiples(x,%)					
PER	31.8	22.9	15.3	12.3	10.2
PBR	3.6	3.1	2.6	2.2	1.8
PSR	1.2	1.1	0.9	0.8	0.7
PCR	8.9	7.7	7.3	8.2	7.2
EV/EBITDA	13.3	11.0	8.4	6.9	5.8
배당수익률	0.6	0.7	0.7	0.8	1.0
안정성(%)					
부채비율	107.7	107.4	98.4	87.2	78.0
Net debt/Equity	63.2	55.0	52.0	40.2	28.6
Net debt/EBITDA	333.0	266.7	212.3	155.5	109.9
유동비율	70.7	74.2	80.8	92.4	108.0
이자보상배율(배)	4.2	6.2	7.9	9.8	11.9
자산구조(%)					
투하자본	85.6	79.9	81.2	79.7	77.4
현금+투자자산	14.4	20.1	18.8	20.3	22.6
자본구조(%)					
차입금	43.3	42.5	41.2	37.4	33.8
자기자본	56.7	57.5	58.8	62.6	66.2

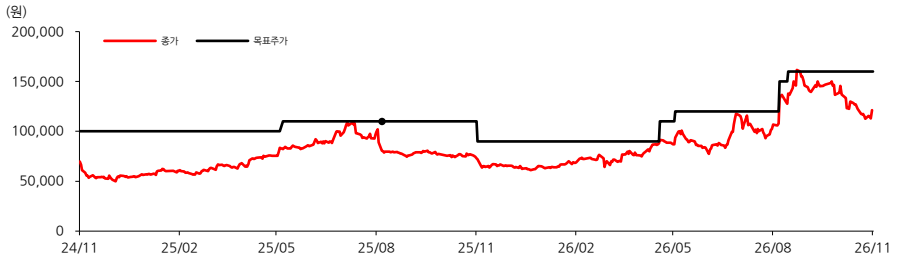
주: IFRS 연결 기준

[Compliance Notice] (공표일: 2026 년 11 월 6 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 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2024.11.07	2024.11.15	2025.01.23	2025.02.10	2025.04.21	2025.04.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000
일 시	2025.05.12	2025.08.08	2025.08.12	2025.11.07	2026.02.25	2026.03.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	110,000	110,000	110,000	90,000	90,000	90,000
일 시	2026.04.24	2026.05.08	2026.06.01	2026.06.23	2026.08.12	2026.08.20
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	110,000	120,000	120,000	120,000	150,000	160,000
일 시	2026.11.06					
투자의견	Buy					
목표가격	160,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율] *괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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	-19.82	-1.83
2026.08.12	Buy	150,000	-11.75	-8.87
2026.08.20	Buy	160,000		

[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: 2026 년 9 월 30 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.4%	3.6%	0.0%	100.0%