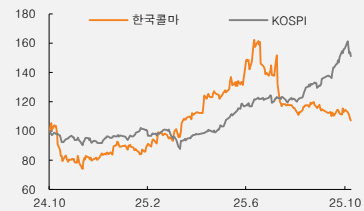


투자의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 95,000원
현재주가(25/11/7)	72,100원
상승여력	31.8%

영업이익(25F,십억원)	240
Consensus 영업이익(25F,십억원)	256
EPS 성장률(25F,%)	15.8
MKT EPS 성장률(25F,%)	31.0
P/E(25F,x)	16.3
MKT P/E(25F,x)	14.0
KOSPI	3,953.76
시가총액(십억원)	1,702
발행주식수(백만주)	24
유동주식비율(%)	73.4
외국인 보유비중(%)	36.9
베타(12M) 일간수익률	0.48
52주 최저가(원)	49,800
52주 최고가(원)	109,200

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-6.7	-4.5	8.4
상대주가	-16.3	-37.8	-29.7



[화장품/유통/의류]

배송이
songyi.bae@miraeasset.com

161890 · 화장품

한국콜마

실적 가시성 하락

3Q25 Review: 한국 호조 불구하고, 해외 부진 심화

한국콜마의 3Q25 실적은 매출액 6,830억원(YoY +9%), 영업이익 583억원(YoY +7%)으로 시장 기대치를 하회했다. 한국 법인의 양호한 성장에도 불구하고 해외 법인 실적이 다소 악화되었다. 특히 미국 적자 확대가 아쉽다.

한국은 매출액 3,220억원(YoY +18%), 영업이익 433억원(YoY +19%, OPM 13.8%)을 기록했다. 금번 분기 처음으로 1위 고객사가 방판 브랜드에서 인디 브랜드로 교체되었다. 고마진 섀 성장률이 완화된다고(매출 비중 28%, +HSD% 추정), 저마진 색조 기여가 확대되어(매출 비중 17%, +30% 이상 추정) 마진은 소폭 개선에 그쳤다.

해외 전반 매출 하락, 손실 기록했다. 중국은 매출액 318억원(YoY -13%), 영업적자 16억원(적자 전환) 기록했다. 어려운 업황이 이어지는 가운데 섀 계절성을 상쇄할 기초 영업이 원활하지 못한 상황으로 파악된다. 캐나다도 매출액 92억원(YoY Flat), 영업적자 13억원(적자 축소)으로 여전히 적자 상태에 머물러있다.

미국이 큰 폭으로 적자 확대되어 아쉽다. 매출액 81억원(YoY -54%)으로 하락했고, 가동률 하락과 2공장 가동에 대한 비용 증가로 인해 64억원(적자 확대) 영업 적자를 기록했다. 당초 1공장 주력 고객사의 오더 호조가 이어지고 2공장 영업 성과도 빠르게 기여할 것으로 예상되었으나, 양 요인 모두 기대보다 더딘 모습이다. 1공장 주력 고객사 오더가 전 분기부터 축소되고 있기 때문이다. 일부를 2공장에서 생산할 계획이었기 때문에 해당 고객사의 오더 위축이 2공장 가동률에도 영향을 주는 상황이다.

좀 더 쉬어갑니다

미국 주력 고객사는 기존 1공장의 과반 이상을 차지하는 지배적인 고객이었기에 해당 고객사 이슈가 해소되지 않으면 미국 사업 실적 가시성은 개선되기 어렵다. 현재까지 오더 트렌드도 회복하지 못한 것으로 파악된다. 아울러 4분기 한국 법인에서 글로벌 고객사에 대한 라인 배정으로 인해 일부 매출이 지연될 것으로 예상된다.

기대 요인이었던 미국이 오히려 실적에 부담을 지우게 되었으며, 한국도 단기적으로 성장 둔화가 예상된다. 실적 불확실성이 커진만큼 주가는 좀 더 쉬어가겠다. 추정치 하향을 반영해 목표주가를 11만원에서 9.5만원으로 조정한다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	2,156	2,452	2,705	2,892	3,123
영업이익 (십억원)	136	194	240	266	304
영업이익률 (%)	6.3	7.9	8.9	9.2	9.7
순이익 (십억원)	5	90	105	133	160
EPS (원)	227	3,830	4,435	5,624	6,761
ROE (%)	0.8	12.5	12.5	14.0	14.9
P/E (배)	236.2	14.4	16.3	12.8	10.7
P/B (배)	1.9	1.6	1.9	1.7	1.5
배당수익률 (%)	1.1	1.3	1.0	1.0	1.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 한국콜마 연간 실적 전망

(십억원)

	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,866	2,156	2,452	2,705	2,892	3,123
국내	725	857	1,060	1,181	1,325	1,472
중국	129	177	158	154	137	141
미국	26	38	58	58	51	68
캐나다	48	46	40	37	38	40
HK이노엔	847	829	897	1,057	1,133	1,204
연우	106	236	276	256	250	244
영업이익	73	136	194	240	266	304
국내	69	80	118	150	170	188
중국	(16)	10	5	6	3	3
미국	(10)	(10)	(6)	(10)	(15)	(7)
캐나다	(4)	(2)	(7)	(3)	(3)	(3)
HK이노엔	53	66	88	105	121	131
연우	(5)	(0)	1	(1)	(2)	(2)
세전이익	17	34	140	178	223	264
당기순이익	(4)	25	125	134	168	198
지배주주순이익	(22)	5	90	105	133	160
영업이익률(%)	3.9	6.3	7.9	8.9	9.2	9.7
국내	9.5	9.3	11.2	12.7	12.8	12.8
중국	(12.3)	5.5	3.4	3.9	2.0	2.0
미국	(39.7)	(25.3)	(10.4)	(16.3)	(29.2)	(9.9)
캐나다	(8.9)	(3.9)	(17.5)	(9.0)	(8.5)	(6.5)
HK이노엔	6.2	8.0	9.8	9.9	10.7	10.9
연우	(5.1)	(0.0)	0.5	(0.5)	(0.7)	(0.7)
매출액(YoY %)	17.6	15.5	13.7	10.3	6.9	8.0
국내	14.5	18.2	23.7	11.4	12.3	11.1
중국	(5.8)	37.7	(10.8)	(2.4)	(11.0)	2.5
미국	6.2	45.9	54.4	0.7	(13.3)	35.1
캐나다	17.2	(5.3)	(13.9)	(6.0)	2.0	5.0
HK이노엔	10.0	(2.1)	8.2	17.9	7.2	6.2
연우		122.8	16.8	(6.9)	(2.7)	(2.2)
영업이익(YoY %)	(13.0)	85.8	42.4	23.6	11.3	14.0
국내	5.3	15.3	48.6	27.0	12.8	11.1
중국	적지	흑전	(46.0)	13.5	(54.4)	3.5
미국	적지	적지	적지	적지	적지	적지
캐나다	적지	적지	적지	적지	적지	적지
HK이노엔	4.4	25.5	33.8	18.7	15.8	8.2
연우		적지	흑전	적전	흑전	(2.2)
지배순익 (YoY %)	적전	흑전	1,634.9	16.2	26.9	20.2

자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 한국콜마 분기 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024년	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25F	2025년
매출액	575	660	627	590	2,452	653	731	683	638	2,705
국내	248	297	274	241	1,060	274	328	322	256	1,181
중국	39	53	37	30	158	42	50	32	31	154
미국	7	13	18	20	58	22	18	8	10	58
캐나다	9	13	9	9	40	9	10	9	9	37
HK이노엔	213	219	229	236	897	247	263	261	286	1,057
연우	67	74	73	62	276	64	71	62	60	256
영업이익	32	72	55	35	194	60	73	58	48	240
국내	19	44	37	18	118	34	49	44	23	150
중국	(1)	7	1	(2)	5	3	6	(2)	(2)	6
미국	(3)	(1)	(3)	1	(6)	2	(0)	(6)	(4)	(10)
캐나다	(2)	(1)	(2)	(2)	(7)	(1)	0	(1)	(1)	(3)
HK이노엔	17	24	22	24	88	25	20	26	34	105
연우	(0)	1	1	(1)	1	(1)	0	(0)	(0)	(1)
세전이익	20	59	35	25	140	32	54	54	38	178
순이익	12	45	24	44	125	23	42	42	26	134
지배주주순이익	6	35	15	34	90	13	35	32	25	105
영업이익률(%)	5.6	10.9	8.7	6.0	7.9	9.2	10.1	8.5	7.5	8.9
본사	7.6	14.9	13.6	7.5	11.2	12.4	14.9	13.8	9.0	12.7
중국	(2.3)	12.7	2.7	(5.0)	3.4	7.5	12.2	(5.0)	(5.1)	3.9
미국	(35.7)	(9.7)	(19.4)	6.0	(10.4)	6.9	(1.1)	(79.0)	(43.8)	(16.3)
캐나다	(23.3)	(7.1)	(19.6)	(24.1)	(17.5)	(14.9)	3.0	(14.1)	(11.3)	(9.0)
HK이노엔	8.1	11.1	9.7	10.3	9.8	10.3	7.4	9.9	11.8	9.9
연우	(0.0)	1.6	1.6	(1.6)	0.5	(1.6)	0.1	(0.3)	(0.3)	(0.5)
매출액(YoY %)	17.9	10.1	21.3	7.0	13.7	13.6	10.7	9.0	8.0	10.3
국내	22.8	16.7	47.0	12.6	23.7	10.7	10.5	17.7	6.2	11.4
중국	6.6	(17.1)	(9.0)	(19.2)	(10.8)	6.9	(5.3)	(13.1)	3.5	(2.4)
미국	7.7	61.4	54.9	75.3	54.4	210.0	37.3	(53.7)	(49.4)	0.7
캐나다	(25.0)	(11.9)	(12.4)	(3.9)	(13.9)	(3.3)	(20.6)	0.0	6.1	(6.0)
HK이노엔	15.0	7.3	6.4	5.2	8.2	16.3	20.0	13.7	21.4	17.9
연우	33.0	17.1	19.8	0.1	16.8	(5.2)	(4.5)	(15.1)	(2.0)	(6.9)
영업이익(YoY %)	168.9	28.9	75.7	(6.0)	42.4	84.8	2.4	6.9	36.1	23.6
국내	39.3	27.4	184.7	(1.6)	48.6	80.3	10.9	18.8	28.1	27.0
중국	적전	(23.0)	100.0	적전	(46.0)	흑전	(9.0)	적전	적지	13.5
미국	적지	적지	적지	흑전	적지	흑전	적지	적지	적전	적지
캐나다	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	적지
HK이노엔	206.7	58.9	(0.8)	8.0	33.8	46.6	(19.8)	16.5	39.2	18.7
연우	흑전	(2.5)	(10.6)	흑전	흑전	적전	(93.3)	적전	적지	적전
지배순익 (YoY %)	8.7	0.2	33.8	흑전	1,634.9	109.3	0.1	106.8	(26.3)	16.2

자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 한국콜마 Valuation Table

(원)

구분	2025F	2026F	비고
화장품(A)	1,297	1,686	
당기순익	74	96	
Target PER(배)	17	17	업종 평균 적용
HK이노엔(B)	473	564	
당기순익	31	36	지분율 43.01%
Target PER(배)	15	15	
적정시가총액(A+B)	1,770	2,250	
발행주식수(천주)	23,605	23,605	
적정 주가(원)	74,971	95,306	
적정 주가III(원)	93,611		연도별 시간 가중치 적용
목표주가(원)	95,000		
현재 주가(원)	72,100		
상승 여력(%)	31.8		

자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터

한국콜마 (161890)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,452	2,705	2,892	3,123
매출원가	1,753	1,917	2,047	2,209
매출총이익	699	788	845	914
판매비와관리비	505	549	578	611
조정영업이익	194	240	266	304
영업이익	194	240	266	304
비영업손익	-54	-62	-43	-40
금융손익	-40	-37	-35	-30
관계기업등 투자손익	12	0	0	0
세전계속사업손익	140	178	223	264
계속사업법인세비용	14	45	56	66
계속사업이익	125	134	168	198
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	125	134	168	198
지배주주	90	105	133	160
비지배주주	35	29	35	38
총포괄이익	105	141	168	198
지배주주	75	111	132	156
비지배주주	30	30	36	42
EBITDA	286	342	367	403
FCF	-32	150	201	220
EBITDA 마진율 (%)	11.7	12.6	12.7	12.9
영업이익률 (%)	7.9	8.9	9.2	9.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	3.7	3.9	4.6	5.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	859	960	1,120	1,370
현금 및 현금성자산	142	182	295	480
매출채권 및 기타채권	294	317	333	360
재고자산	328	354	378	409
기타유동자산	95	107	114	121
비유동자산	2,268	2,337	2,310	2,286
관계기업투자등	10	10	11	12
유형자산	811	879	861	845
무형자산	1,249	1,235	1,220	1,205
자산총계	3,127	3,297	3,430	3,655
유동부채	1,215	1,215	1,193	1,233
매입채무 및 기타채무	246	265	284	306
단기금융부채	799	766	713	714
기타유동부채	170	184	196	213
비유동부채	406	456	460	465
장기금융부채	352	398	398	398
기타비유동부채	54	58	62	67
부채총계	1,621	1,672	1,654	1,698
지배주주지분	793	888	1,003	1,146
자본금	12	12	12	12
자본잉여금	295	295	295	295
이익잉여금	488	576	692	834
비지배주주지분	713	738	773	811
자본총계	1,506	1,626	1,776	1,957

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	215	308	261	280
당기순이익	125	134	168	198
비현금수익비용가감	195	223	191	195
유형자산감가상각비	69	79	77	76
무형자산상각비	23	23	23	23
기타	103	121	91	96
영업활동으로인한자산및부채의변동	-40	39	-7	-16
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	40	-23	-15	-26
재고자산 감소(증가)	-53	-26	-24	-30
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-7	18	14	17
법인세납부	-25	-47	-56	-66
투자활동으로 인한 현금흐름	-205	-198	-77	-79
유형자산처분(취득)	-245	-148	-60	-60
무형자산감소(증가)	-13	-8	-8	-8
장단기금융자산의 감소(증가)	43	-5	-5	-6
기타투자활동	10	-37	-4	-5
재무활동으로 인한 현금흐름	-43	-129	-153	-118
장단기금융부채의 증가(감소)	48	13	-53	1
자본의 증가(감소)	33	0	0	0
배당금의 지급	-19	-23	-17	-17
기타재무활동	-105	-119	-83	-102
현금의 증가	-29	40	113	185
기초현금	171	142	182	295
기말현금	142	182	295	480

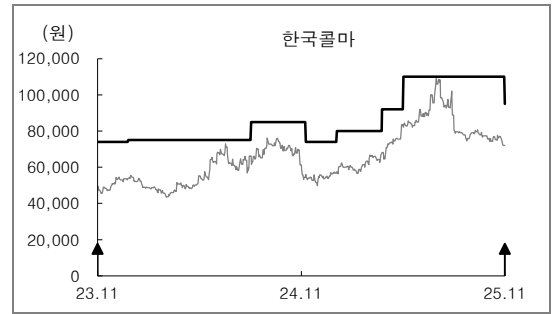
자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	14.4	16.3	12.8	10.7
P/CF (x)	4.0	4.8	4.7	4.3
P/B (x)	1.6	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA (x)	10.4	9.8	8.7	7.6
EPS (원)	3,830	4,435	5,624	6,761
CFPS (원)	13,611	15,099	15,183	16,648
BPS (원)	33,579	37,606	42,510	48,551
DPS (원)	720	720	720	720
배당성향 (%)	13.6	12.7	10.1	8.6
배당수익률 (%)	1.3	1.0	1.0	1.0
매출액증가율 (%)	13.7	10.3	6.9	8.0
EBITDA증가율 (%)	24.3	19.6	7.3	9.7
조정영업이익증가율 (%)	42.4	23.6	11.3	14.0
EPS증가율 (%)	1,588.1	15.8	26.8	20.2
매출채권 회전율 (회)	8.1	9.1	9.2	9.3
재고자산 회전율 (회)	8.1	7.9	7.9	7.9
매입채무 회전율 (회)	9.3	9.8	9.8	9.8
ROA (%)	4.1	4.2	5.0	5.6
ROE (%)	12.5	12.5	14.0	14.9
ROIC (%)	7.6	7.4	8.3	9.5
부채비율 (%)	107.7	102.8	93.1	86.8
유동비율 (%)	70.7	79.0	93.8	111.1
순차입금/자기자본 (%)	63.2	55.7	41.4	27.9
조정영업이익/금융비용 (x)	4.2	5.7	6.5	7.6

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한국콜마 (161890)				
2025.11.10	매수	95,000	-	-
2025.05.12	매수	110,000	-22.53	-0.73
2025.04.04	매수	92,000	-20.46	-9.13
2025.01.13	매수	80,000	-23.06	-15.50
2024.11.18	매수	74,000	-26.27	-22.57
2024.08.12	매수	85,000	-19.56	-10.35
2024.01.05	매수	75,000	-27.10	-2.67
2023.08.14	매수	74,000	-29.79	-21.62



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
78.61%	1.73%	19.08%	0.58%

* 2025년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.