

화장품

한국콜마 161890

견조한 한국 Vs. 아쉬운 미국

Nov 10, 2025

BUY

유지

3Q25 Review: 견조한 한국 Vs. 아쉬운 미국

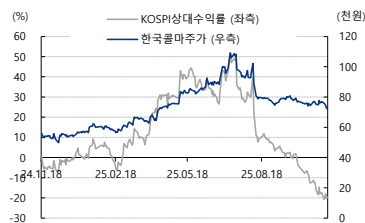
TP 125,000 원

유지

Company Data

현재가(11/07)	72,100 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	109,200 원
52 주 최저가(보통주)	49,800 원
KOSPI (11/07)	3,953.76p
KOSDAQ (11/07)	876.81p
자본금	118 억원
시가총액	17,019 억원
발행주식수(보통주)	2,361 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	17.6 만주
평균거래대금(60 일)	133 억원
외국인지분(보통주)	36.83%
주요주주	
한국콜마홀딩스 외 23 인	26.59%
NIHON KOLMAR	11.77%

Price & Relative Performance



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

3분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 6,800억원(YoY 91%), 583억원(YoY 7%)으로 시장 기대치 -14% 하회. HK이노엔 실적 하회를 제외해도 ODM 실적도 소폭 부진했는데, 이는 미국 최대 고객사 매출 감소로 적자 폭 확대 영향. 다만, 한국 법인은 주력 인디 고객사가 여전히 견조한 성장세를 이어가며 1위 고객사로 올라섰고, 기존 레거시 매출 감소 폭 축소도 긍정적.

1)한국 매출액 3,200억원 (YoY 18%) 영업이익 443억원 (YoY 19%, OPM 13.8%) 시현. 기존 주력 인디고객사는 견조한 매출 성장으로 1 위 고객사 등극. 유통사 PB 향 매출도 YoY 60~70% 성장 추산. 최근 글로벌 MNC 브랜드 고객사 확보에 따른 매출 기여 확대도 긍정적임. 카테고리별 비중은 선풍기 28%, 스킨케어 49%, 메이크업 17% 시현.

2)중국 매출액 318억원(YoY -13%), 영업이익 -16억원(YoY 적자전환) 시현. 중국은 선풍기 비수기 및 색조 비중 확대로 적자전환. 향후 수익성 확보하기 위해 스킨케어 고객 확보에 집중 목표. 카테고리별 비중은 선풍기 11%, 스킨케어 19%, 메이크업 62%.

3)미국 매출액 81억원 (YoY -54%), 영업이익 -64억원(YoY 적자지속) 시현. 최대 고객사 주문은 2 분기에 이어 3 분기도 부진했던 것으로 파악됨. 카테고리별 비중은 스킨케어 4%, 메이크업 74%, 기타 22%. 4)캐나다 매출액 92억원(YoY flat), 영업이익 -13억원 (YoY 적자지속) 시현. 카테고리별 비중은 스킨케어 50%, 메이크업 37%, 기타 13% 시현.

투자의견 BUY 및 목표주가 125,000원 유지

4분기 실적도 시장 기대 대비 다소 아쉬운 것으로 전망. 한국 법인은 내년 전략 제품 생산을 앞둔 글로벌MNC 브랜드 A사 라인 정비와, MNC B사의 재고 조정 영향으로 다소 아쉬운 흐름이 예상됨. 다만, 내년에는 글로벌MNC 향 매출 확대가 기대됨. 내년 한국 법인은 견조한 인디 매출 + 안정적 글로벌MNC 매출 확보로 무난한 실적 흐름 예상됨. 한편, 미국 법인은 제2공장 가동으로 고정비 20억원 증가한 가운데, 제1공장 최대 고객사 이탈은 아쉬움. 향후 신규 고객사 대량 수주 확보가 관건일 듯.

Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
매출액(십억원)	2,156	2,452	2,709	2,850	3,216
YoY(%)	15.5	13.7	10.5	5.2	12.8
영업이익(십억원)	136	194	241	295	347
OP 마진(%)	6.3	7.9	8.9	10.4	10.8
순이익(십억원)	25	125	160	211	246
EPS(원)	227	3,830	4,684	6,719	7,811
YoY(%)	흑전	1,588.1	22.3	43.4	16.3
PER(배)	236.2	14.4	15.4	10.7	9.2
PCR(배)	5.5	4.5	6.4	5.0	4.6
PBR(배)	1.9	1.6	1.9	1.7	1.4
EV/EBITDA(배)	12.2	10.3	9.8	8.1	6.9
ROE(%)	0.8	12.5	13.2	16.6	16.6



[화장품/음식료] 권우정

3771- 9082,
20240006@iprovest.com

[도표 1] 한국콜마 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	24	25F	26F
매출액	653.1	730.8	683.0	641.7	666.6	759.9	740.2	683.1	2,452.1	2,708.7	2,849.8
1. 한국	274.3	328.1	322.0	253.4	304.5	364.2	357.4	281.2	1,059.7	1,177.7	1,307.3
2. 중국	41.6	49.9	31.8	31.3	36.3	51.3	34.2	30.6	158.1	154.6	152.4
3. 미국	21.7	18.4	8.1	11.0	12.0	12.0	13.0	14.0	57.9	59.2	51.0
4. 캐나다	8.7	10.0	9.2	8.8	9.0	10.3	9.5	9.1	39.5	36.7	37.8
5. HK 이노엔	247.4	263.1	260.8	283.1	245.3	258.3	274.2	292.6	897.1	998.5	998.5
6. 연우	63.7	70.7	61.8	60.0	65.6	72.8	63.7	61.8	274.8	256.2	263.9
YoY	13.6%	10.7%	9.0%	8.7%	2.1%	4.0%	8.4%	6.4%	13.7%	10.5%	5.2%
1. 한국	10.7%	10.5%	17.7%	5.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	23.7%	11.1%	11.0%
2. 중국	6.9%	-5.3%	-13.1%	4.7%	-12.7%	2.8%	7.5%	-2.2%	-10.4%	-2.2%	-1.4%
3. 미국	210.0%	37.3%	-53.7%	-45.0%	-44.7%	-34.8%	60.5%	27.3%	54.4%	2.2%	-13.9%
4. 캐나다	-3.3%	-20.6%	0.0%	1.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	-13.9%	-7.1%	3.0%
5. HK 이노엔	16.4%	20.0%	13.6%	20.1%	-0.8%	-1.8%	5.1%	3.4%	8.2%	11.3%	0.0%
6. 연우	-5.2%	-4.5%	-15.1%	-2.4%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	16.4%	-6.8%	3.0%
영업이익	59.9	73.5	58.3	49.3	67.1	88.1	81.4	58.4	193.9	241.0	295.0
1. 한국	33.9	49.0	44.3	22.8	39.2	56.2	51.0	26.7	122.4	150.0	173.1
2. 중국	3.1	6.1	(1.6)	(0.7)	2.8	6.4	(1.6)	(0.6)	5.3	6.9	7.0
3. 미국	1.5	(0.2)	(6.4)	(5.0)	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(6.0)	(10.1)	(4.0)
4. 캐나다	(1.3)	0.3	(1.3)	(1.0)	(0.8)	(0.8)	(0.8)	(0.8)	(6.9)	(3.3)	(3.2)
5. HK 이노엔	25.4	19.5	25.9	35.1	28.8	28.5	35.0	35.3	88.2	105.9	127.6
6. 연우	(1.0)	0.8	(0.2)	(0.2)	(0.2)	0.5	0.5	0.5	0.9	(0.6)	1.3
YoY	84.8%	2.4%	6.9%	40.3%	11.9%	20.0%	39.5%	18.5%	42.4%	24.3%	22.4%
1. 한국	48.7%	10.9%	18.8%	26.0%	15.5%	14.7%	15.0%	17.2%	53.5%	22.6%	15.4%
OPM	9.2%	10.1%	8.5%	7.7%	10.1%	11.6%	11.0%	8.6%	7.9%	8.9%	10.4%
1. 한국	12.4%	14.9%	13.8%	9.0%	12.9%	15.4%	14.3%	9.5%	11.5%	12.7%	13.2%
2. 중국	7.5%	12.2%	-5.0%	-2.2%	7.8%	12.5%	-4.7%	-1.9%	3.4%	4.5%	4.6%
3. 미국	6.9%	-1.1%	-79.0%	-45.5%	-8.3%	-8.3%	-7.7%	-7.1%	-10.4%	-17.1%	-7.8%
4. 캐나다	-14.9%	3.0%	-14.1%	-11.4%	-8.9%	-7.8%	-8.4%	-8.8%	-17.5%	-9.0%	-8.5%
5. HK 이노엔	10.3%	7.4%	9.9%	12.4%	11.7%	11.0%	12.8%	12.1%	9.8%	10.6%	12.8%
6. 연우	-1.6%	1.1%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	0.7%	0.8%	0.8%	0.3%	-0.2%	0.5%
세전이익	32.4	54.0	54.2	54.4	64.5	72.7	81.4	63.5	139.8	195.0	282.0
YoY	60.1%	-8.9%	52.9%	119.4%	99.0%	34.5%	50.1%	16.8%	307.1%	39.5%	44.6%
(지배)순이익	13.2	34.9	31.8	30.6	36.3	40.9	45.8	35.7	90.1	110.6	158.6
YoY	109.3%	0.3%	106.8%	-8.7%	173.8%	17.0%	43.9%	16.8%	1634.9%	22.8%	43.5%
NPM	2.0%	4.8%	4.7%	4.8%	5.4%	5.4%	6.2%	5.2%	3.7%	4.1%	5.6%

자료: 교보증권 리서치센터

[한국콜마 161890]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,156	2,452	2,709	2,850	3,216
매출원가	1,578	1,753	1,937	2,038	2,299
매출총이익	578	699	772	812	917
매출총이익률 (%)	26.8	28.5	28.5	28.5	28.5
판매비와관리비	442	505	531	517	570
영업이익	136	194	241	295	347
영업이익률 (%)	6.3	7.9	8.9	10.4	10.8
EBITDA	230	286	343	408	470
EBITDA Margin (%)	10.7	11.7	12.7	14.3	14.6
영업외손익	-102	-54	-46	-13	-19
관계기업손익	3	12	12	12	12
금융수익	24	30	25	32	40
금융비용	-59	-54	-70	-66	-66
기타	-70	-42	-13	9	-5
법인세비용차감전순이익	34	140	195	282	328
법인세비용	9	14	35	70	82
계속사업순이익	25	125	160	211	246
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	25	125	160	211	246
당기순이익률 (%)	1.2	5.1	5.9	7.4	7.6
비지배지분순이익	20	35	49	53	61
지배지분순이익	5	90	111	159	184
지배순이익률 (%)	0.2	3.7	4.1	5.6	5.7
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-11	-20	-17	-17	-17
포괄순이익	14	105	143	195	229
비지배지분포괄이익	16	30	41	56	66
지배지분포괄이익	-2	75	102	138	163

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	112	215	255	315	357
당기순이익	25	125	160	211	246
비현금항목의 가감	219	195	217	257	271
감가상각비	73	69	82	95	107
외환손익	0	-10	-5	-5	-5
자본법평가손익	-3	-1	-12	-12	-12
기타	149	137	152	179	181
자산부채의 증감	-76	-40	-51	-54	-56
기타현금흐름	-56	-64	-71	-100	-104
투자활동 현금흐름	-156	-205	-145	-163	-179
투자자산	1	4	14	14	14
유형자산	-107	-247	-180	-189	-198
기타	-50	38	21	11	6
재무활동 현금흐름	-8	-43	-1	-71	-67
단기차입금	-4	3	29	30	32
사채	-100	9	-25	-22	-20
장기차입금	125	29	3	3	3
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-17	-19	-17	-17	-17
기타	-13	-65	9	-65	-65
현금의 증감	-49	-29	179	190	237
기초 현금	220	171	142	320	510
기말 현금	171	142	320	510	747
NOPLAT	100	174	198	221	260
FCF	10	-22	69	91	129

자료: 한국콜마, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	898	859	1,064	1,294	1,582
현금및현금성자산	171	142	321	510	747
매출채권 및 기타채권	324	294	312	331	350
재고자산	281	328	360	396	436
기타유동자산	123	95	71	57	49
비유동자산	2,111	2,268	2,331	2,393	2,454
유형자산	660	811	909	1,003	1,094
관계기업투자금	16	10	-4	-19	-33
기타금융자산	38	45	45	45	45
기타비유동자산	1,397	1,402	1,382	1,364	1,348
자산총계	3,009	3,127	3,395	3,687	4,036
유동부채	1,284	1,215	1,334	1,383	1,436
매입채무 및 기타채무	390	360	379	400	423
차입금	400	579	608	639	671
유동성채무	438	207	282	282	282
기타유동부채	56	68	65	63	61
비유동부채	307	406	377	352	330
차입금	139	60	63	66	69
사채	60	249	224	202	182
기타비유동부채	109	97	90	84	79
부채총계	1,591	1,621	1,711	1,735	1,766
지배지분	649	793	886	1,028	1,195
자본금	11	12	12	12	12
자본잉여금	262	295	295	295	295
이익잉여금	368	488	581	723	890
기타자본변동	0	0	0	0	0
비지배지분	770	713	797	925	1,075
자본총계	1,419	1,506	1,684	1,952	2,270
총차입금	1,088	1,139	1,213	1,219	1,229

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	227	3,830	4,684	6,719	7,811
PER	236.2	14.4	15.4	10.7	9.2
BPS	28,347	33,579	37,543	43,542	50,633
PBR	1.9	1.6	1.9	1.7	1.4
EBITDAPS	10,046	12,154	14,536	17,271	19,914
EV/EBITDA	12.2	10.3	9.8	8.1	6.9
SPS	94,212	104,272	114,751	120,729	136,231
PSR	0.6	0.5	0.6	0.6	0.5
CFPS	451	-928	2,911	3,873	5,454
DPS	600	720	720	720	720

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	15.5	13.7	10.5	5.2	12.8
영업이익 증가율	85.8	42.4	24.3	22.4	17.6
순이익 증가율	흑전	398.5	27.6	32.2	16.3
수익성					
ROIC	4.7	7.9	8.4	9.0	10.1
ROA	0.2	2.9	3.4	4.5	4.8
ROE	0.8	12.5	13.2	16.6	16.6
안정성					
부채비율	112.1	107.7	101.6	88.9	77.8
순차입금비율	36.1	36.4	35.7	33.0	30.4
이자보상배율	3.0	4.2	4.8	5.9	6.8

한국콜마 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2024.10.10	매수	110,000	(37.31)	(34.45)					
2024.11.11	매수	110,000	(40.74)	(34.45)					
2024.11.21	매수	110,000	(46.04)	(34.45)					
2025.01.16	매수	110,000	(46.05)	(34.45)					
2025.02.26	매수	110,000	(44.89)	(34.45)					
2025.04.15	매수	110,000	(31.42)	(24.00)					
2025.05.12	매수	110,000	(23.18)	(9.00)					
2025.07.07	매수	125,000	(20.56)	(12.64)					
2025.08.11	매수	125,000	(31.36)	(12.64)					
2025.10.16	매수	125,000	(33.04)	(12.64)					
2025.11.10	매수	125,000							

자료: 교보증권 리서치센터

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항

기준일자_2025.09.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	94.7	3.8	1.5	0.0

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자가격 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상

Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~-10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수의 예상되나 불확실성 높은 경우

Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하