한국콜마 (161890)



이승은 화장품/의료기기/유통
seungeun.lee@yuantakorea.com

사상 최대 매출, 이제는 CAPA 싸움

3Q26 Review: 외형은 서프라이즈, 수익성은 기대 하회

2026년 3분기 실적은 매출액 8,282억원(+21% YoY), 영업이익 819억원(+40% YoY)을 기록하여 영업이익 시장기대치 916억원을 하회하였다. 별도 매출은 4,337억원(+35% YoY)으로 3분기 비수기에도 2분기를 넘어 사상 최대 분기 매출을 달성했다. 고성장 중견 브랜드향 선케어(비중 32%)와 스킨케어가 함께 잘 팔렸고, 글로벌 MNC 럭셔리 신제품 출하도 시작되며 성장을 이끌었다. 다만 별도 OPM은 14.5%(+0.7%p YoY)로 회사 가이던스 15%에 못 미쳤다. 하계휴가와 추석으로 조업일수가 줄었고, 원가율이 높은 메이크업 비중이 커졌으며, 원부자재 선확보로 재고자산평가충당금(별도 20억원 이상)을 쌓은 영향이다. 해외에서는 중국이 메이크업 고객사 주문 부진으로 영업적자 44억원을 기록해 적자 폭이 커졌다. 미국은 매출 180억원(+122% YoY)으로 외형은 늘었으나 재고평가충당금(약 25억원)을 반영해 적자 38억원을 기록했다. 연우는 영업이익 30억원으로 흑자전환했고, HK이노엔은 K-CAB 국내 출고량을 조절하면서 영업이익 260억원(+0.6% YoY)에 그쳤다.

4Q26 Preview: 수요는 충분, 관건은 CAPA

한국콜마에 대해 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가는 157,000원으로 하향한다. 목표주가는 12M FWD EPS에 목표 PER 15배를 적용하였다. 4분기 실적은 매출액 7,820억원(+19% YoY), 영업이익 692억원(+45% YoY)으로 전망한다. 별도 매출은 3,700억원(+38% YoY)으로 연중 가장 높은 성장률을 기록할 전망이나, 연차 소진으로 실근무일이 줄어 QoQ로는 15% 감소할 것으로 본다. 별도 영업이익은 409억원(OPM 11.1%)으로 추정한다. 인력 증가(반기말 1,515명 → 3분기말 약 1,600명)에 따른 인건비 상승과 4분기 성과급 반영을 감안했다. 중국은 신규 고객사 생산이 시작되며 매출 340억원(+3% YoY)으로 소폭 늘지만 영업적자 20억원이 이어질 전망이다. 미국·캐나다는 3분기와 비슷한 수준이고, 연우는 매출 640억원(+17% YoY)에 BEP 수준이 예상된다. HK이노엔은 백신 실적을 4분기에 인식하고 H&B가 흑자전환하면서 영업이익 348억원을 기록할 것으로 본다. 2026년 연간으로는 매출액 3조 1,995억원(+18% YoY), 영업이익 3,404억원(+42% YoY)을 전망한다. 한국콜마 별도 기준 2027년 수요는 견조하지만 세종 원료동이 완공되는 7월 전까지 상반기 CAPA 제약은 피하기 어려울 것으로 전망한다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	24,521	27,224	31,995	35,700
영업이익	1,939	2,396	3,404	3,860
지배순이익	901	1,251	2,230	2,500
PER	15.2	14.1	11.5	10.3
PBR	1.7	1.9	2.3	1.9
EV/EBITDA	10.6	10.0	9.1	7.8
ROE	12.5	14.7	21.9	20.1

자료: 유안타증권

BUY (M)

목표주가	157,000원 (D)
직전 목표주가	185,000원
현재주가 (11/6)	108,900원
상승여력	44%

시가총액	25,706억원
총발행주식수	23,605,077주
60일 평균 거래대금	465억원
60일 평균 거래량	342,224주
52주 고/저	161,700원 / 61,100원
외인지분율	41.68%
배당수익률	1.39%
주요주주	한국콜마홀딩스 외 23 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(21.6)	1.9	49.6
상대	7.6	26.8	19.0
절대 (달러환산)	(22.3)	6.9	59.6

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

[Fig. 1] 한국콜마 실적 추이 및 전망 (단위: 억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26E	2026E
매출액	**6,531**	**7,308**	**6,830**	**6,555**	**27,224**	**7,280**	**8,613**	**8,282**	**7,820**	**31,995**
한국콜마	2,743	3,281	3,220	2,683	11,928	3,430	4,304	4,337	3,700	15,771
중국	416	499	318	329	1,563	473	579	304	340	1,696
USA	217	184	81	67	549	134	178	180	180	672
캐나다	87	100	92	80	359	84	92	81	80	337
연우	637	707	618	547	2,509	624	911	835	640	3,010
HK inno.N	2,474	2,631	2,608	2,919	10,632	2,587	2,672	2,604	2,960	10,823
YoY	***14***	***11***	***9***	***11***	***11***	***11***	***18***	***21***	***19***	***18***
한국콜마	*11*	*11*	*18*	*11*	*13*	*25*	*31*	*35*	*38*	*32*
중국	*20*	*-5*	*-13*	*10*	*2*	*14*	*16*	*-4*	*3*	*9*
USA	*211*	*37*	*-54*	*-67*	*-5*	*-38*	*-3*	*122*	*169*	*22*
캐나다	*-3*	*-21*	*0*	*-8*	*-9*	*-4*	*-8*	*-12*	*0*	*-6*
연우	*-5*	*-4*	*-15*	*-11*	*-9*	*-2*	*29*	*35*	*17*	*20*
HK inno.N	*16*	*20*	*14*	*24*	*19*	*5*	*2*	*0*	*1*	*2*
영업이익	**599**	**735**	**583**	**478**	**2,396**	**789**	**1,103**	**819**	**692**	**3,404**
한국콜마	339	490	443	223	1,495	512	708	629	409	2,258
중국	31	61	-16	-16	59	32	57	-44	-20	25
USA	15	0	-64	-83	-134	-37	-14	-38	-25	-114
캐나다	-13	0	-13	-31	-54	-17	-9	-16	-16	-58
연우	-10	1	-2	8	3	-3	70	30	1	98
HK inno.N	254	195	259	401	1,109	332	300	260	348	1,240

자료: 한국콜마, 유안타증권 리서치센터

[Fig. 2] 한국콜마 실적 추정 변경 내역 (단위: 억원, %, %p)

	변경 전			변경 후			변경 전 대비		
	4Q26E	2026E	2027E	4Q26E	2026E	2027E	4Q26E	2026E	2027E
매출액	7,800	32,029	35,700	7,820	31,995	35,700	*0.3%*	*-0.1%*	*0.0%*
영업이익	720	3,589	4,150	692	3,404	3,860	*-3.9%*	*-5.2%*	*-7.0%*
OPM	*9.2%*	*11.2%*	*11.6%*	*8.8%*	*10.6%*	*10.8%*	*-0.4%p*	*-0.6%p*	*-0.8%p*

자료: 유안타증권 리서치센터

[Fig. 3] 한국콜마 목표주가 산정 PER Multiple

	2026F	2027F	비고
[지배주주]순이익 (억원)	2,230	2,500	
주식수 (만주)	2,361	2,361	보통주 기말 발행 주식수 (자사주 차감)
EPS (원)	9,447	10,591	12M FWD EPS
적정 PER (배)	15	15	
적정주가 (원)	141,707	158,864	**157,000원**
상승여력 (%)	30%	46%	**44%**

자료: 유안타증권 리서치센터

한국콜마 (161890) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	**24,521**	**27,224**	**31,995**	**35,700**	**38,200**
매출원가	17,531	19,310	23,050	25,630	27,300
매출총이익	6,989	7,914	8,945	10,070	10,900
판관비	5,051	5,519	5,541	6,210	6,550
영업이익	**1,939**	**2,396**	**3,404**	**3,860**	**4,350**
EBITDA	2,858	3,437	4,445	4,901	5,391
영업외손익	-541	-279	246	300	300
외환관련손익	153	-8	-30	-40	-50
이자손익	-398	-321	-287	-208	-111
관계기업관련손익	122	6	6	6	6
기타	-418	45	557	542	455
법인세비용차감전순손익	1,398	2,117	3,650	4,160	4,650
법인세비용	144	435	920	1,050	1,200
계속사업순손익	1,253	1,682	2,730	3,110	3,450
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,253	1,682	2,730	3,110	3,450
지배지분순이익	**901**	**1,251**	**2,230**	**2,500**	**2,730**
포괄순이익	1,055	1,780	2,827	3,208	3,548
지배지분포괄이익	750	1,284	2,040	2,315	2,560

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	**2,154**	**2,914**	**3,265**	**3,822**	**4,362**
당기순이익	1,253	1,682	2,730	3,110	3,450
감가상각비	693	806	806	806	806
외환손익	-102	5	30	40	50
종속,관계기업관련손익	0	0	-6	-6	-6
자산부채의 증감	-404	1	-756	-589	-400
기타현금흐름	714	421	462	462	462
투자활동 현금흐름	**-2,052**	**-2,477**	**-1,093**	**-1,044**	**-1,190**
투자자산	42	-509	-35	-27	-18
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,472	-1,640	-1,000	-1,000	-1,200
유형자산 감소	17	17	20	25	30
기타현금흐름	361	-346	-77	-42	-1
재무활동 현금흐름	**-432**	**402**	**-1,536**	**-3,442**	**-4,248**
단기차입금	2,635	-252	-474	-1,480	-1,487
사채 및 장기차입금	-2,159	1,075	-600	-1,500	-2,300
자본	327	63	0	0	0
현금배당	-194	-226	-204	-204	-204
기타현금흐름	-1,042	-258	-258	-258	-258
연결범위변동 등 기타	41	-6	545	306	189
현금의 증감	**-290**	**834**	**1,182**	**-357**	**-888**
기초 현금	1,708	1,419	2,253	3,435	3,078
기말 현금	1,419	2,253	3,435	3,078	2,191
NOPLAT	**1,939**	**2,396**	**3,404**	**3,860**	**4,350**
FCF	**-318**	**1,275**	**2,265**	**2,822**	**3,162**

재무상태표 (단위: 억원)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	**8,587**	**10,096**	**12,653**	**13,363**	**13,195**
현금및현금성자산	1,419	2,253	3,435	3,078	2,191
매출채권 및 기타채권	2,945	3,583	4,211	4,699	5,028
재고자산	3,277	3,248	3,817	4,259	4,557
비유동자산	22,680	24,481	24,451	24,412	24,559
유형자산	8,111	9,018	9,193	9,362	9,726
관계기업등 지분관련자산	96	116	136	152	163
기타투자자산	449	1,229	1,244	1,256	1,264
자산총계	**31,267**	**34,578**	**37,103**	**37,775**	**37,754**
유동부채	12,150	13,601	13,396	11,592	10,261
매입채무 및 기타채무	3,604	4,354	5,117	5,710	6,110
단기차입금	6,668	6,392	5,892	4,392	2,892
유동성장기부채	600	1,049	549	49	49
비유동부채	4,059	4,303	4,410	3,882	1,849
장기차입금	595	858	858	358	358
사채	2,494	2,446	2,446	2,446	446
부채총계	**16,210**	**17,904**	**17,806**	**15,474**	**12,110**
지배지분	7,926	9,104	11,227	13,621	16,244
자본금	118	118	118	118	118
자본잉여금	2,947	3,010	3,010	3,010	3,010
이익잉여금	4,879	5,927	7,953	10,249	12,775
비지배지분	7,131	7,570	8,070	8,680	9,400
자본총계	**15,057**	**16,673**	**19,297**	**22,301**	**25,644**
순차입금	**9,418**	**9,165**	**6,749**	**4,002**	**1,019**
총차입금	11,510	12,333	11,259	8,279	4,492

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	3,830	5,299	9,447	10,591	11,566
BPS	33,579	38,566	47,562	57,703	68,818
EBITDAPS	12,154	14,561	18,832	20,764	22,839
SPS	104,272	115,332	135,543	151,239	161,830
DPS	720	864	864	864	864
PER	**15.2**	**14.1**	**11.5**	**10.3**	**9.4**
PBR	**1.7**	**1.9**	**2.3**	**1.9**	**1.6**
EV/EBITDA	**10.6**	**10.0**	**9.1**	**7.8**	**6.7**
PSR	**0.6**	**0.6**	**0.8**	**0.7**	**0.7**

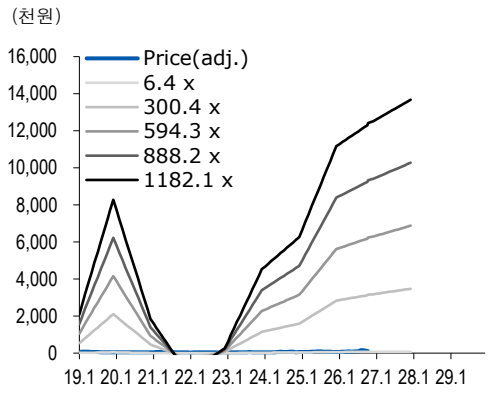
재무비율 (단위: 배, %)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액 증가율 (%)	**13.7**	**11.0**	**17.5**	**11.6**	**7.0**
영업이익 증가율 (%)	**42.4**	**23.6**	**42.1**	**13.4**	**12.7**
지배순이익 증가율 (%)	**1,634.9**	**38.9**	**78.3**	**12.1**	**9.2**
매출총이익률 (%)	28.5	29.1	28.0	28.2	28.5
영업이익률 (%)	**7.9**	**8.8**	**10.6**	**10.8**	**11.4**
지배순이익률 (%)	3.7	4.6	7.0	7.0	7.1
EBITDA 마진 (%)	11.7	12.6	13.9	13.7	14.1
ROIC	7.9	8.2	11.1	11.9	13.2
ROA	2.9	3.8	6.2	6.7	7.2
ROE	**12.5**	**14.7**	**21.9**	**20.1**	**18.3**
부채비율 (%)	107.7	107.4	92.3	69.4	47.2
순차입금/자기자본 (%)	118.8	100.7	60.1	29.4	6.3
영업이익/금융비용 (배)	4.2	6.2	8.9	12.2	21.0

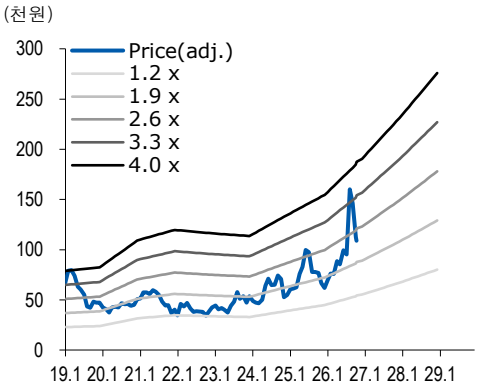
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

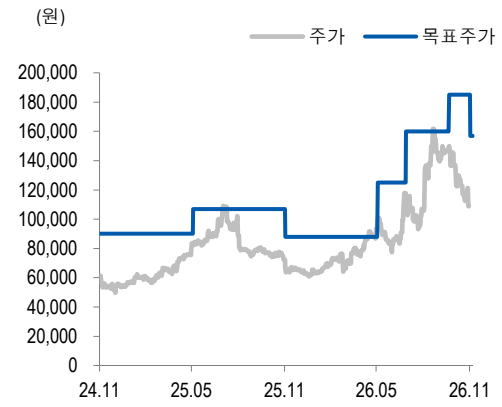
P/E band chart



P/B band chart



한국콜마 (161890) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-11-09	BUY	157,000	1년		
2026-09-29	BUY	185,000	1년	-32.10	-20.81
2026-07-06	BUY	160,000	1년	-21.10	1.06
2026-05-11	BUY	125,000	1년	-27.48	-5.76
2025-11-10	BUY	88,000	1년	-18.94	6.36
2025-05-12	BUY	107,000	1년	-20.36	2.06
2024-08-12	BUY	90,000	1년	-28.93	-7.11

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	96.9
Hold(중립)	3.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-11-08

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **이승은**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.