기업분석 Company Report | 2026.02.26

한국콜마 161890

Analyst 김혜미 | 소비재
02-3779-3185, hyemi.kim@sangsanginib.com

4Q25 Review: 국내법인이 효자

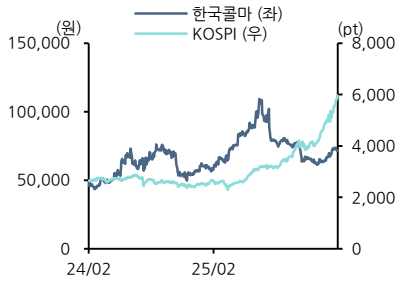
BUY 유지

목표주가 유지	100,000원
종가(26.02.25)	71,600원
상승여력	39.7%

Stock Data

KOSPI(02/25)	6,083.9pt
시가총액	16,901억원
액면가	500원
52주 최고가	109,200원
52주 최저가	60,000원
외국인지분율	35.7%
90일 일평균거래대금	115억원
주요주주지분율	
한국콜마홀딩스 (외 23인)	26.6%
유동주식비율	73.4%

Stock Price



QR코드로 간편하게
상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기

4Q25 매출액 yoy +11.0%, 영업이익 yoy +36.2%

한국콜마 4Q25 연결 실적은 매출액 6,555억원, 영업이익 478억원을 기록했다. 부문별로, 1) **별도** 실적은 매출액 yoy +11%, 영업이익 yoy +24% 증가하였다. 수출 기반의 고성장 인디브랜드 중심으로 재편된 상위 고객사들의 매출 호조에 힘입어 실적 성장세가 지속됐다. 영업이익의 경우 원가율은 대체로 전년동기와 유사한 가운데 각종 일회성 비용(인센티브 충당금, 임직원 보상, 협력사 격려금, 판매보증비 등) 97억원이 추가 반영되었음에도, 마진 개선됐다. 2) **중국**은 매출 yoy +10%, 영업이익 -16억원으로 적자 지속됐다. 비수기 영향을 스킨케어 제품 생산으로 상쇄한 국내와 달리, 저마진 제품군인 색조 매출 확대로 수익개선 효과 부재하였다. 3) **북미**는 미국: 매출 yoy -66%, 영업이익 -83억, 캐나다: 매출 yoy -8%, 영업이익 -31억원 기록했다. 미국은 여전히 기존 1공장의 최대 고객사 주문 공백 영향을 받고 있으며, 당분기는 신규 고객사 audit 관련 비용까지 추가 반영되어 적자 대폭 확대됐다. 캐나다 역시 적자 지속되었다. 4) **연우**는 매출 yoy -11%, 영업이익 8억원으로 소폭 흑자 전환했다. 국내 인디브랜드향 매출 및 비중 증가에도, 국내 Big2 및 미국 수출을 견인해왔던 MNC 산하 브랜드들의 주문 감소로 전체 매출이 감소했다. 다만 인건비 절감 등으로 손익은 다소 개선됐다. 5) **HK이노엔**의 매출과 영업이익은 각각 yoy +24%, +65% 증가했는데, 전문의약품 부문의 실적 호조 지속과 H&B 부문의 회복이 기여했다.

투자의견 BUY 및 목표주가 100,000원 유지

올해도 K-뷰티 고객사들의 공격적인 해외 진출이 이어지고 있는 가운데, 그 영토가 유럽 등으로 더욱 확대되고 있다. 전년도 동사의 국내 법인 상위 고객사 재편에 따라 이러한 전방 수혜가 더욱 강화될 것으로 보이며, 글로벌 MNC 고객사의 매출 기여도 또한 증가할 것으로 예상된다. 해외 법인의 부진이 다소 아쉽지만, 별도 법인이 전사 실적을 지속 견인함에 따라 올해도 안정적인 성장세가 전망된다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	2,156	136	5	227	236.2	9.0	1.9	0.8	1.1
2024	2,452	194	90	3,816	14.4	7.9	1.6	12.5	1.3
2025E	2,722	240	125	5,301	13.5	7.7	1.9	14.8	1.2
2026E	2,892	268	116	4,899	14.6	7.1	1.7	12.2	1.3
2027E	3,082	291	136	5,777	12.4	6.5	1.5	12.9	1.5

자료 : K-IFRS연결기준,상상인증권

표 1. 한국콜마 4Q25 실적 Review

(%,십억원)	4Q24A	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25P	% YoY	% QoQ	당사전망치	차이	컨센서스	차이
매출액	590	653	731	683	655	11.0	-4.0	660	-0.6	649	1.0
영업이익	35	60	73	58	48	36.2	-18.0	48	-1.0	50	-4.2
세전이익	25	32	54	54	71	186.8	31.2	39	80.7	39	80.1
지배주주순이익	34	13	35	32	45	34.7	41.9	23	100.4	23	97.5
영업이익률	6.0	9.2	10.1	8.5	7.3			7.3		7.7	
세전이익률	4.2	5.0	7.4	7.9	10.8			6.0		6.1	
지배주주순이익률	5.7	2.0	4.8	4.7	6.9			3.4		3.5	

자료: 상상인증권 리서치센터

표 2. 한국콜마 실적전망치 변경 내용

(%,십억원)	2025E			2026E		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	2,722	2,727	-0.2	2,892	2,845	1.7
영업이익	240	240	-0.2	268	267	0.3
세전이익	212	180	17.6	213	220	-3.1
지배주주순이익	125	103	22.1	116	119	-3.1
영업이익률	8.8	8.8		9.3	9.4	
세전이익률	7.8	6.6		7.4	7.7	
지배주주순이익률	4.6	3.8		4.0	4.2	

자료: 상상인증권 리서치센터

표 3. 한국콜마 실적전망 Table

		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2024	2025	2026E
매출액(억원)	TOTAL	5,748	6,603	6,265	5,905	6,531	7,308	6,830	6,555	24,521	27,224	28,922
	별도(화장품)	2,478	2,970	2,736	2,412	2,743	3,281	3,220	2,683	10,597	11,928	13,417
	무석콜마	346	527	366	299	416	499	318	329	1,538	1,562	1,518
	미국콜마	70	134	175	200	217	184	81	67	579	549	325
	캐나다콜마	90	126	92	87	87	100	92	80	395	359	346
	HK 이노엔	2,126	2,193	2,295	2,357	2,474	2,631	2,608	2,919	8,971	10,632	11,290
	연우	672	740	728	615	637	707	618	547	2,755	2,509	2,377
	연결조정 및 기타	(77)	(87)	(127)	(65)	(43)	(94)	(107)	(70)	(357)	(314)	(351)
yoy %	*TOTAL*	*17.9*	*10.1*	*21.3*	*7.0*	*13.6*	*10.7*	*9.0*	*11.0*	*13.7*	*11.0*	*6.2*
	별도(화장품)	*22.8*	*16.7*	*47.1*	*12.5*	*10.7*	*10.5*	*17.7*	*11.2*	*23.7*	*12.6*	*12.5*
	무석콜마	*4.8*	*(6.6)*	*1.4*	*(8.3)*	*20.2*	*(5.3)*	*(13.1)*	*10.0*	*(2.7)*	*1.6*	*(2.8)*
	미국콜마	*7.7*	*61.4*	*54.9*	*75.4*	*210.0*	*37.3*	*(53.7)*	*(66.4)*	*54.4*	*(5.2)*	*(40.8)*
	캐나다콜마	*(25.0)*	*(11.9)*	*(12.4)*	*(4.4)*	*(3.3)*	*(20.6)*	*0.0*	*(7.7)*	*(13.9)*	*(9.1)*	*(3.5)*
	HK 이노엔	*15.0*	*7.3*	*6.4*	*5.2*	*16.4*	*20.0*	*13.6*	*23.8*	*8.2*	*18.5*	*6.2*
	연우	*33.0*	*17.1*	*19.0*	*(0.2)*	*(5.2)*	*(4.5)*	*(15.1)*	*(11.1)*	*16.5*	*(8.9)*	*(5.3)*
	연결조정 및 기타	*70.3*	*602.6*	*48.1*	*12.3*	*(43.7)*	*7.6*	*(16.3)*	*7.6*	*76.9*	*(12.0)*	*11.8*
Sales portion %	*별도(화장품)*	*43.1*	*45.0*	*43.7*	*40.9*	*42.0*	*44.9*	*47.1*	*40.9*	*43.2*	*43.8*	*46.4*
	무석콜마	*6.0*	*8.0*	*5.8*	*5.1*	*6.4*	*6.8*	*4.7*	*5.0*	*6.3*	*5.7*	*5.2*
	미국콜마	*1.2*	*2.0*	*2.8*	*3.4*	*3.3*	*2.5*	*1.2*	*1.0*	*2.4*	*2.0*	*1.1*
	캐나다콜마	*1.6*	*1.9*	*1.5*	*1.5*	*1.3*	*1.4*	*1.3*	*1.2*	*1.6*	*1.3*	*1.2*
	HK 이노엔	*37.0*	*33.2*	*36.6*	*39.9*	*37.9*	*36.0*	*38.2*	*44.5*	*36.6*	*39.1*	*39.0*
	연우	*11.7*	*11.2*	*11.6*	*10.4*	*9.8*	*9.7*	*9.0*	*8.3*	*11.2*	*9.2*	*8.2*
	연결조정 및 기타	*(1.3)*	*(1.3)*	*(2.0)*	*(1.1)*	*(0.7)*	*(1.3)*	*(1.6)*	*(1.1)*	*(1.5)*	*(1.2)*	*(1.2)*
영업이익 (억원)	TOTAL	324	717	545	351	599	735	583	478	1,939	2,396	2,679
	별도(화장품)	228	442	372	181	339	490	443	223	1,223	1,495	1,615
yoy %	*TOTAL*	*168.9*	*28.9*	*75.7*	*(6.0)*	*84.8*	*2.4*	*6.9*	*36.2*	*42.4*	*23.6*	*11.8*
	별도(화장품)	*68.6*	*27.6*	*185.0*	*(1.9)*	*48.5*	*10.9*	*19.0*	*23.5*	*53.6*	*22.2*	*8.0*
OPM (%)	TOTAL	5.6	10.9	8.7	6.0	9.2	10.1	8.5	7.3	7.9	8.8	9.3
	별도(화장품)	9.2	14.9	13.6	7.5	12.4	14.9	13.8	8.3	11.5	12.5	12.0
yoy %p	*TOTAL*	*3.2*	*1.6*	*2.7*	*(0.8)*	*3.5*	*(0.8)*	*(0.2)*	*1.3*	*1.6*	*0.9*	*0.5*
	별도(화장품)	*2.5*	*1.3*	*6.6*	*(1.1)*	*3.1*	*0.1*	*0.2*	*0.8*	*2.2*	*1.0*	*(0.5)*

자료: 상상인증권 리서치센터

대차대조표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	**898.4**	**858.7**	**1,097.8**	**1,124.5**	**1,162.9**
현금 및 현금성자산	170.8	141.9	263.9	251.5	239.4
매출채권	323.8	294.5	359.3	376.4	399.1
재고자산	280.9	327.7	376.7	394.7	418.4
비유동자산	**2,111.1**	**2,268.0**	**2,354.6**	**2,487.3**	**2,593.5**
관계기업투자등	44.2	47.8	65.4	68.0	70.8
유형자산	660.4	811.1	897.3	1,036.7	1,148.9
무형자산	1,271.0	1,249.3	1,233.7	1,217.9	1,202.4
자산총계	**3,009.4**	**3,126.7**	**3,452.4**	**3,611.8**	**3,756.4**
유동부채	**1,283.7**	**1,215.0**	**1,303.6**	**1,365.3**	**1,393.3**
매입채무	389.6	360.4	403.8	423.0	448.5
단기금융부채	854.0	799.0	839.3	879.3	879.3
비유동부채	**307.1**	**405.9**	**509.9**	**512.3**	**514.8**
장기금융부채	249.4	352.0	446.0	446.0	446.0
부채총계	1,590.8	1,621.0	1,813.5	1,877.6	1,908.0
지배주주지분	**648.6**	**792.6**	**901.5**	**996.8**	**1,110.9**
자본금	11.4	11.8	11.8	11.8	11.8
자본잉여금	262.3	294.7	294.7	294.7	294.7
이익잉여금	367.6	487.9	596.8	692.0	806.2
비지배주주지분	**770.0**	**713.1**	**737.4**	**737.4**	**737.4**
자본총계	**1,418.6**	**1,505.7**	**1,639.0**	**1,734.2**	**1,848.4**

손익계산서

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**2,155.7**	**2,452.1**	**2,722.4**	**2,892.2**	**3,082.5**
매출원가	1,577.5	1,753.1	1,937.9	2,049.9	2,183.8
매출총이익	578.1	698.9	784.5	842.3	898.7
판매비와 관리비	442.0	505.1	544.9	574.4	607.6
영업이익	**136.1**	**193.9**	**239.6**	**267.9**	**291.0**
EBITDA	229.9	285.8	343.4	382.3	416.6
금융손익	-35.7	-23.7	-37.4	-39.0	-36.7
관계기업등 투자손익	2.5	12.5	0.1	-0.1	-0.1
기타영업외손익	-68.6	-42.9	9.4	-15.6	-8.1
세전계속사업이익	**34.3**	**139.8**	**211.7**	**213.2**	**246.1**
계속사업법인세비용	9.2	14.4	43.5	57.6	66.5
당기순이익	25.1	125.3	168.3	155.7	179.7
지배주주순이익	**5.2**	**90.1**	**125.1**	**115.6**	**136.4**
매출총이익률 (%)	26.8	28.5	28.8	29.1	29.2
영업이익률 (%)	6.3	7.9	8.8	9.3	9.4
EBITDA 마진률 (%)	10.7	11.7	12.6	13.2	13.5
세전이익률 (%)	1.6	5.7	7.8	7.4	8.0
지배주주순이익률 (%)	0.2	3.7	4.6	4.0	4.4
ROA (%)	0.2	2.9	3.8	3.3	3.7
ROE (%)	0.8	12.5	14.8	12.2	12.9
ROIC (%)	4.5	7.5	7.7	7.5	7.8

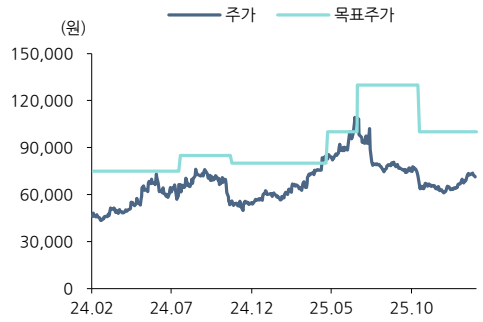
현금흐름표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**112.2**	**215.4**	**291.3**	**217.8**	**244.7**
당기순이익(손실)	25.1	125.3	168.3	155.7	179.7
현금수익비용가감	219.4	194.8	184.6	76.9	84.8
유형자산감가상각비	72.7	69.3	80.7	92.1	103.5
무형자산상각비	21.1	22.7	23.1	22.3	22.0
기타현금수익비용	125.7	102.8	77.7	-37.5	-40.7
운전자본 증감	-76.2	-40.4	4.2	-14.7	-19.8
매출채권의 감소(증가)	-59.5	39.8	-55.7	-17.1	-22.6
재고자산의 감소(증가)	-40.5	-53.2	-46.6	-17.9	-23.7
매입채무의 증가(감소)	25.9	-7.0	110.2	19.2	25.5
기타영업현금흐름	-2.1	-20.0	-3.6	1.1	1.1
투자활동 현금흐름	**-155.7**	**-205.2**	**-191.1**	**-249.7**	**-234.6**
유형자산 처분(취득)	-106.3	-245.5	-166.6	-231.4	-215.8
무형자산 감소(증가)	-16.3	-13.2	-6.4	-6.6	-6.6
투자자산 감소(증가)	-24.6	63.4	-0.3	-5.4	-5.6
기타투자활동	-8.5	-10.0	-17.8	-6.4	-6.7
재무활동 현금흐름	**-8.4**	**-43.2**	**24.7**	**19.6**	**-22.2**
차입금의 증가(감소)	7.6	24.8	47.3	40.0	0.0
자본의 증가(감소)	-16.6	-19.4	-17.0	-20.4	-22.2
배당금 지급	16.6	19.4	17.0	20.4	22.2
기타재무활동	0.6	-48.6	-5.7	0.0	0.0
현금의 증감	**-49.2**	**-29.0**	**122.0**	**-12.3**	**-12.1**
기초현금	220.1	170.8	141.9	263.9	251.5
기말현금	170.8	141.9	263.9	251.5	239.4

주요투자지표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
투자지표 (배)					
P/E	236.2	14.4	13.5	14.6	12.4
P/B	1.9	1.6	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	9.0	7.9	7.7	7.1	6.5
P/S	0.6	0.5	0.6	0.6	0.5
배당수익률 (%)	1.1	1.3	1.2	1.3	1.5
성장성 (%)					
매출액 증가율	15.5	13.7	11.0	6.2	6.6
영업이익 증가율	85.8	42.4	23.6	11.8	8.6
세전이익 증가율	102.3	307.1	51.5	0.7	15.4
지배주주순이익 증가율	흑전	1,634.9	38.9	-7.6	17.9
EPS 증가율	흑전	1,581.7	38.9	-7.6	17.9
안정성 (%)					
부채비율	112.1	107.7	110.6	108.3	103.2
유동비율	70.0	70.7	84.2	82.4	83.5
순차입금/자기자본	58.8	63.2	58.4	58.1	55.0
영업이익/금융비용	3.0	4.2	6.0	5.7	6.5
총차입금 (십억원)	1,103.4	1,151.0	1,285.2	1,325.2	1,325.2
순차입금 (십억원)	834.7	951.8	957.1	1,006.8	1,016.2
주당지표 (원)					
EPS	227	3,816	5,301	4,899	5,777
BPS	28,347	33,579	38,191	42,227	47,064
SPS	94,212	103,879	115,332	122,526	130,586
DPS	600	720	860	940	1,040

한국콜마 목표주가 추이 및 투자의견 변동내역



일시	투자의견	목표가격	목표가격 대상 시 시점	괴리율(%)	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2025-05-18	Buy	100,000	1년	-9.1	9.2
2025-07-14	Buy	130,000	1년	-36.5	-16.4
2025-08-08	Buy	130,000	1년	-40.4	-31.6
2025-11-08	Buy	100,000	1년	-34.0	-26.3
2026-02-26	Buy	100,000	1년		

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:김혜미)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급

구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고	구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고
산업 (Industry)	**투자등급 3단계** 향후 12 개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	84.6%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	**투자등급 3단계** 향후 12 개월 절대수익률	BUY	92.5%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	15.4%	시가총액 수준 유지			HOLD	7.5%	절대수익률 +15%~ -15%
		Underweight (비중축소)	0.0%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
			합계 100%					합계 100%	