한화투자증권

2026년 04월 24일
기업분석

한국콜마 (161890)

고객사 다변화가 확인되는 구간

▶Analyst 한유정 yujung.han@hanwha.com 02-3772-7693 / RA 고예진 yejinko@hanwha.com 02-3772-7701

Buy (유지)

목표주가(상향): 110,000원

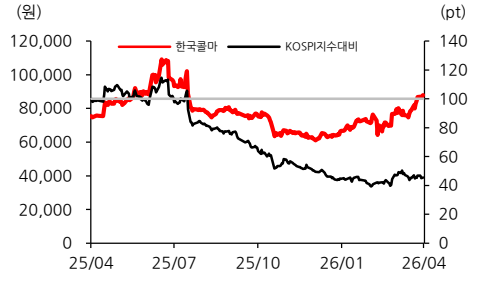
현재 주가(4/23)	88,000원
상승여력	▲25.0%
시가총액	20,772억원
발행주식수	23,605천주
52 주 최고가 / 최저가	109,200 / 61,100원
90 일 일평균 거래대금	183.56억원
외국인 지분율	36.6%
주주 구성	
한국콜마홀딩스 (외 24 인)	26.6%
NIHONKOLMAR (외 1 인)	11.8%
국민연금공단 (외 1 인)	10.5%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	14.7	31.9	15.3	21.0
상대수익률(KOSPI)	-5.1	2.2	-53.1	-135.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	2,452	2,722	2,983	3,295
영업이익	194	240	288	341
EBITDA	286	344	403	461
지배주주순이익	90	125	148	182
EPS	3,816	5,299	6,269	7,707
순차입금	952	917	954	911
PER	23.1	16.6	14.0	11.4
PBR	2.6	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA	10.6	8.7	7.5	6.5
배당수익률	0.8	1.0	1.1	1.4
ROE	12.5	14.7	15.2	16.4

주가 추이



기대치를 상회할 1분기

2026년 1분기 한국콜마의 연결 매출액은 7,315억원(+12.0% YoY, +11.6% QoQ), 영업이익은 717억원(+19.6% YoY, +49.8% QoQ)으로 컨센서스 영업이익(663억원)을 상회할 전망이다. [별도] 과거 높은 비중을 차지했던 기존 상위 고객사의 매출 비중은 20% 미만까지 하락한 것으로 추정된다. 그럼에도 신규 고객사 수주 확대와 글로벌 MNC향 매출 증가에 힘입어 별도 매출액은 3,536억원(+28.9% YoY)으로 기존 추정을 상회한 것으로 파악된다. 생산량 증가에 따른 효율 개선으로 영업이익 또한 477억원(+40.9% YoY)으로 예상되어 수익성 역시 종전 추정치를 상회한 것으로 판단한다. [중국] 환효과에 힘입어 매출액은 452억원(+8.7% YoY)으로 예상된다. [미국] 최대 고객사 수주 감소로 매출액은 83억원(-61.8% YoY)으로 부진하겠으나, 2공장 가동 이후 초기 비용 부담이 점차 완화되며 전분기 대비 영업적자는 22억원 축소된 것으로 추정한다.

고객사 다변화가 확인되는 구간

과거 별도 기준 40~50%의 매출 비중을 차지했던 기존 상위 고객사의 비중이 현재는 20% 미만으로 하락한 것으로 추정된다. 해당 고객사의 판매 둔화 영향이 이어지는 가운데 신규 고객사의 약진이 더해지며 별도 기준 고객 구성이 빠르게 다변화되고 있다. 여기에 글로벌 MNC향 신규 수주 역시 2025년 4분기 파일럿 매출 반영을 시작으로 매분기 점진적으로 확대될 가능성이 높다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 110,000원으로 상향(+22%)

이익 추정치 상향을 반영해 목표주가를 상향한다. 해외 법인의 상황은 2025년 하반기 대비 큰 변화가 없으나, 별도 법인의 실적 성장이 해외 자회사 실적 부담을 충분히 상쇄할 것으로 판단한다. 여름 성수기 기저 부담은 상당하다. 다만 2026년 3월 한국 화장품의 수출 금액은 9.7억 달러로 역대 최대치를 기록했고, 한국 화장품의 기술 경쟁력이 집약된 선케어 제품군의 수출 잠재력 또한 높아지고 있다는 점에서 2분기는 관망보다 시각의 전환이 필요한 시기로 판단한다.

[표1] 한국콜마 분기 및 연간 실적 추정 (단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2024	2025	2026E
매출액	653	731	683	655	731	797	748	706	2,156	2,452	2,722	2,983
별도	274	328	322	268	354	380	355	301	857	1,060	1,193	1,389
연결법인	379	403	361	387	378	417	393	405	1,299	1,392	1,530	1,593
중국	42	50	32	33	45	53	34	34	177	158	156	166
북미	30	28	17	15	16	19	21	20	83	97	91	77
US	22	18	8	7	8	10	12	12	38	58	55	42
CANADA	9	10	9	8	8	10	9	8	46	39	36	35
HK 이노엔	247	263	261	292	263	279	281	299	829	897	1,063	1,121
연우	64	71	62	55	57	74	67	58	236	276	251	257
YoY	*13.6%*	*10.7%*	*9.0%*	*11.0%*	*12.0%*	*9.1%*	*9.5%*	*7.7%*	*15.5%*	*13.7%*	*11.0%*	*9.6%*
별도	*10.7%*	*10.5%*	*17.7%*	*11.1%*	*28.9%*	*15.8%*	*10.1%*	*12.3%*	*18.2%*	*23.7%*	*12.5%*	*16.5%*
연결법인	*15.8%*	*10.9%*	*2.3%*	*10.9%*	*-0.2%*	*3.6%*	*8.9%*	*4.6%*	*13.8%*	*7.2%*	*9.9%*	*4.2%*
중국	*6.9%*	*-5.2%*	*-13.1%*	*9.6%*	*8.7%*	*5.5%*	*7.8%*	*4.6%*	*37.7%*	*-10.8%*	*-1.3%*	*6.6%*
북미	*90.1%*	*9.0%*	*-35.1%*	*-48.8%*	*-45.8%*	*-31.3%*	*21.6%*	*36.3%*	*12.5%*	*16.8%*	*-6.8%*	*-15.1%*
US	*210%*	*37.0%*	*-53.7%*	*-66.6%*	*-61.8%*	*-45.6%*	*45.7%*	*78.9%*	*46.0%*	*54.3%*	*-5.3%*	*-23.3%*
CANADA	*-3.2%*	*-20.7%*	*0.2%*	*-8.1%*	*-6.0%*	*-4.9%*	*0.5%*	*0.7%*	*-5.3%*	*-13.9%*	*-9.1%*	*-2.5%*
HK 이노엔	*16.4%*	*20.0%*	*13.7%*	*23.8%*	*6.3%*	*6.1%*	*7.5%*	*2.3%*	*-2.1%*	*8.2%*	*18.5%*	*5.5%*
연우	*-5.3%*	*-4.5%*	*-15.2%*	*-11.1%*	*-10.4%*	*4.9%*	*8.8%*	*6.5%*	*-*	*16.7%*	*-9.0%*	*2.3%*
영업이익	60	73	58	48	72	87	75	54	136	194	240	288
별도	34	49	44	22	48	57	49	26	80	122	150	179
연결법인	26	24	14	26	24	30	26	29	56	72	90	109
중국	3	6	-2	-2	4	6	1	-1	10	4	6	10
북미	0	0	-8	-11	-7	-6	-2	-4	-11	-13	-19	-20
US	2	0	-6	-8	-6	-6	-1	-2	-10	-6	-13	-15
CANADA	-1	0	-1	-3	-1	0	-1	-2	-2	-7	-5	-5
HK 이노엔	25	20	26	40	30	31	31	36	65	88	111	127
연우	-1	1	0	1	-1	0	0	1	0	1	1	1
YoY	*84.8%*	*2.4%*	*6.9%*	*36.2%*	*19.6%*	*17.9%*	*29.4%*	*13.4%*	*85.8%*	*42.4%*	*23.6%*	*20.2%*
별도	*48.6%*	*10.9%*	*19.0%*	*23.2%*	*40.9%*	*15.8%*	*10.7%*	*14.8%*	*15.3%*	*53.6%*	*22.2%*	*19.8%*
연결법인	*171%*	*-11.2%*	*-19.0%*	*49.9%*	*-8.1%*	*22.1%*	*88.5%*	*12.3%*	*1252%*	*26.6%*	*25.9%*	*20.9%*
중국	*흑전*	*15.1%*	*적전*	*적지*	*24.0%*	*5.4%*	*흑전*	*적지*	*흑전*	*-60.7%*	*55.8%*	*58.6%*
북미	*흑전*	*흑전*	*적지*	*적지*	*적전*	*적전*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*
US	*흑전*	*적지*	*적지*	*적전*	*적전*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*
CANADA	*적지*	*흑전*	*적지*	*적지*	*적지*	*-0.1%*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*
HK 이노엔	*46.8%*	*-19.8%*	*16.5%*	*64.3%*	*16.5%*	*57.9%*	*18.5%*	*-10.5%*	*23.6%*	*35.8%*	*25.7%*	*14.5%*
연우	*적전*	*-37.8%*	*적전*	*흑전*	*적지*	*-51.5%*	*적지*	*-10.5%*	*흑전*	*5532%*	*-61.9%*	*1.0%*
영업이익률	*9.2%*	*10.1%*	*8.5%*	*7.3%*	*9.8%*	*10.9%*	*10.1%*	*7.7%*	*6.3%*	*7.9%*	*8.8%*	*9.7%*
별도	*12.4%*	*14.9%*	*13.8%*	*8.3%*	*13.5%*	*14.9%*	*13.8%*	*8.5%*	*9.3%*	*11.5%*	*12.5%*	*12.9%*
연결법인	*6.9%*	*6.1%*	*3.9%*	*6.6%*	*6.3%*	*7.2%*	*6.7%*	*7.1%*	*4.3%*	*5.1%*	*5.9%*	*6.8%*
중국	*7.5%*	*12.2%*	*-5.0%*	*-4.9%*	*8.5%*	*12.2%*	*2.0%*	*-4.2%*	*5.5%*	*2.4%*	*3.8%*	*5.7%*
북미	*0.7%*	*0.4%*	*-44.5%*	*-77.6%*	*-44.7%*	*-29.5%*	*-11.4%*	*-20.8%*	*-13.6%*	*-13.2%*	*-20.7%*	*-25.6%*
US	*6.9%*	*-1.1%*	*-79.0%*	*-124%*	*-73.4%*	*-60.5%*	*-10.5%*	*-15.0%*	*-25.4%*	*-10.4%*	*-24.4%*	*-36.1%*
CANADA	*-14.9%*	*3.0%*	*-14.1%*	*-38.8%*	*-15.7%*	*3.2%*	*-12.6%*	*-29.5%*	*-4.0%*	*-17.5%*	*-15.0%*	*-12.9%*
HK 이노엔	*10.3%*	*7.4%*	*9.9%*	*13.7%*	*11.3%*	*11.0%*	*10.9%*	*12.0%*	*7.8%*	*9.8%*	*10.4%*	*11.3%*
연우	*-1.6%*	*1.1%*	*0.0%*	*1.5%*	*-0.9%*	*0.5%*	*0.0%*	*1.2%*	*-*	*0.5%*	*0.2%*	*0.2%*

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	2,156	2,452	2,722	2,983	3,295
매출총이익	578	699	791	869	962
영업이익	136	194	240	288	341
EBITDA	230	286	344	403	461
순이자손익	-36	-39	-32	-23	-23
외화관련손익	1	15	-1	7	4
지분법손익	2	13	1	7	4
세전계속사업손익	34	140	212	251	308
당기순이익	25	125	168	188	231
지배주주순이익	5	90	125	148	182
증가율(%)					
매출액	15.5	13.7	11.0	9.6	10.5
영업이익	85.8	42.4	23.6	20.2	18.3
EBITDA	54.6	24.3	20.3	17.1	14.5
순이익	흑전	398.5	34.2	12.0	22.7
이익률(%)					
매출총이익률	26.8	28.5	29.1	29.1	29.2
영업이익률	6.3	7.9	8.8	9.7	10.3
EBITDA 이익률	10.7	11.7	12.6	13.5	14.0
세전이익률	1.6	5.7	7.8	8.4	9.4
순이익률	1.2	5.1	6.2	6.3	7.0

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	898	859	1,010	1,097	1,223
현금성자산	269	199	316	279	323
매출채권	324	294	358	389	428
재고자산	281	328	325	419	461
비유동자산	2,111	2,268	2,448	2,546	2,633
투자자산	180	208	303	315	328
유형자산	660	811	902	966	1,020
무형자산	1,271	1,249	1,243	1,265	1,285
자산총계	3,009	3,127	3,458	3,643	3,856
유동부채	1,284	1,215	1,360	1,423	1,475
매입채무	390	360	435	495	545
유동성이자부채	854	799	864	864	864
비유동부채	307	406	430	432	434
비유동이자부채	249	352	370	370	370
부채총계	1,591	1,621	1,790	1,855	1,909
자본금	11	12	12	12	12
자본잉여금	262	295	301	301	301
이익잉여금	368	488	593	720	879
자본조정	7	-2	5	-2	-2
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	1,419	1,506	1,667	1,788	1,947

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	112	215	291	188	268
당기순이익	25	125	168	188	231
자산상각비	94	92	104	114	120
운전자본증감	-76	-40	0	-63	-29
매출채권 감소(증가)	-60	40	-47	-31	-39
재고자산 감소(증가)	-41	-53	4	-94	-42
매입채무 증가(감소)	26	-7	44	60	50
투자현금흐름	-156	-205	-248	-209	-204
유형자산처분(취득)	-106	-245	-162	-156	-148
무형자산 감소(증가)	-16	-13	-15	-44	-44
투자자산 감소(증가)	-25	49	-27	-3	-3
재무현금흐름	-8	-43	40	-20	-24
차입금의 증가(감소)	8	25	63	0	0
자본의 증가(감소)	-17	-19	-17	-20	-24
배당금의 지급	-17	-19	-17	-20	-24
총현금흐름	245	320	371	251	297
(-)운전자본증가(감소)	17	44	-47	63	29
(-)설비투자	107	247	164	156	148
(+)자산매각	-16	-11	-14	-44	-44
Free Cash Flow	106	18	240	-12	76
(-)기타투자	67	-7	89	6	9
잉여현금	38	25	151	-18	67
NOPLAT	100	174	190	216	255
(+) Dep	94	92	104	114	120
(-)운전자본투자	17	44	-47	63	29
(-)Capex	107	247	164	156	148
OpFCF	70	-25	177	112	198

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	227	3,816	5,299	6,269	7,707
BPS	28,347	33,579	38,566	43,688	50,395
DPS	600	720	900	1,000	1,200
CFPS	10,688	13,560	15,707	10,616	12,586
ROA(%)	0.2	2.9	3.8	4.2	4.9
ROE(%)	0.8	12.5	14.7	15.2	16.4
ROIC(%)	4.5	7.5	7.8	8.5	9.6
Multiples(x,%)					
PER	387.8	23.1	16.6	14.0	11.4
PBR	3.1	2.6	2.3	2.0	1.7
PSR	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6
PCR	8.2	6.5	5.6	8.3	7.0
EV/EBITDA	12.7	10.6	8.7	7.5	6.5
배당수익률	0.7	0.8	1.0	1.1	1.4
안정성(%)					
부채비율	112.1	107.7	107.4	103.7	98.1
Net debt/Equity	58.8	63.2	55.0	53.4	46.8
Net debt/EBITDA	363.1	333.0	266.7	237.1	197.6
유동비율	70.0	70.7	74.2	77.1	82.9
이자보상배율(배)	3.0	4.2	6.2	8.5	10.1
자산구조(%)					
투하자본	83.1	85.6	79.9	81.5	80.7
현금+투자자산	16.9	14.4	20.1	18.5	19.3
자본구조(%)					
차입금	43.8	43.3	42.5	40.8	38.8
자기자본	56.2	56.7	57.5	59.2	61.2

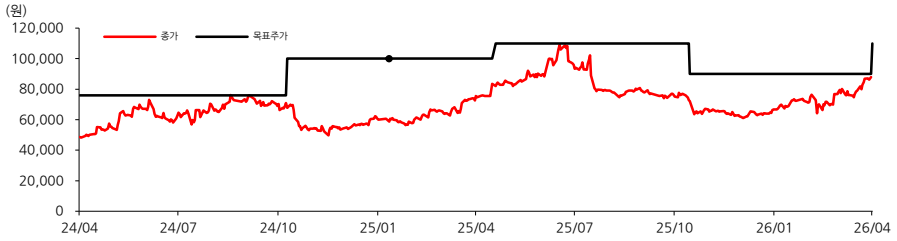
주: IFRS 연결 기준

[Compliance Notice] (공표일: 2026 년 04 월 24 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, 고예진)
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 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2024.05.10	2024.11.01	2024.11.07	2024.11.15	2025.01.23	2025.02.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	76,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000
일 시	2025.04.21	2025.04.25	2025.05.12	2025.08.08	2025.08.12	2025.11.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	100,000	100,000	110,000	110,000	110,000	90,000
일 시	2026.02.25	2026.03.30	2026.04.24			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	90,000	90,000	110,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.11.01	Buy	100,000	-38.40	-16.40
2025.05.12	Buy	110,000	-22.46	-0.73
2025.11.07	Buy	90,000	-22.76	-3.33
2026.04.24	Buy	110,000		

[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 03 월 31 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.7%	9.3%	0.0%	100.0%