EARNINGS REVIEW

11 May. 2026

박종현 화장품 | alex.park@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

한국콜마 (161890)

재차 콜하고 싶은 콜마

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
적정주가	140,000	120,000	상향
Earnings			상향

Stock Information	
현재가 (5/8)	93,600원
예상 주가상승률	49.6%
시가총액	22,094억원
비중(KOSPI내)	0.04%
발행주식수	23,605천주
52주 최저가 / 최고가	61,100 - 109,200원
3개월 일평균거래대금	196억원
외국인 지분율	36.6%
주요주주지분율(%)	
한국콜마홀딩스 (외 23인)	26.6
NIHON KOLMAR (외 1인)	11.8
국민연금공단 (외 1인)	10.5

Valuation wide	2025	2026E	2027E
PER(배)	11.7	13.3	11.5
PBR(배)	1.6	2.1	1.8
EV/EBITDA(배)	6.9	7.7	6.9
배당수익률(%)	1.4	0.9	0.9

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률 (%)	21.9	29.8	17.6	50.7
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(5.8)	(59.8)	(173.1)	(27.2)

Issue

1Q26P Review

Pitch

한국 법인 고성장과 중국/미국의 이익 개선으로 컨센서스 상회. 해당 요소는 연간 지속으로 추정치 상향, 적정주가 14만원 상향

Rationale

- 1Q26P 매출액 7,280억원(YoY +12%, QoQ +11%), 영업이익 789억원(YoY +32%, QoQ +65%)으로 시장 기대치 상회하는 실적 달성. 한국법인의 견조한 성장과 중국 법인의 흑자 전환, 미국 법인의 적자폭 감소, HK이노엔의 실적 서프라이즈가 모두 작용. 한국법인 매출액 3,430억원으로 YoY +25% 성장. 1, 2, 3위 고객사 (상장 예정 인디/방판 레거시/H&B 채널 PB) 각각 YoY +80%, 두 자릿수, +30% 성장세를 기록하며 동사 성장을 견인하였으며. 4, 5위 인디 고객은 각각 대량 수주와 히어로 제품 기반으로 견조한 성장 기록. 또한, 당초 서프라이즈 포인트로 기대했던 글로벌 MNC 기반 럭셔리 브랜드 또한, Top 10으로 진입. 중국 법인 매출액 473억원으로 YoY +14% 성장하며, 영업이익 기준 흑자 전환했으며, 이는 선/베이스 메이크업 중심의 신규 고객사 유치 효과. 미국 법인은 최대 고객사의 주문이 전년 하반기 대비 증가하는 모습을 보이며, 매출액 134억원으로 YoY +1%, QoQ +38% 성장, 적자폭 축소
- 2Q26E 매출액 8,230억원(YoY +13%, QoQ +13%), 영업이익 926억원(YoY +26%, QoQ +17%)을 전망하며 추정치 상향. 추정치 상향 근거는 1) 한국 법인에서 주요 고객사들의 견조한 호실적 지속. 한국법인 매출액 4,051억원으로 YoY +23%, QoQ +18% 성장 기대. 2) 미국법인 매출액 증가에 따른 적자폭 감소로 매출액 185억원으로 YoY +1%, QoQ +38%
- **2Q26E는 동사의 최성수기인 선케어 시즌으로 QoQ 이익 개선 기대. 동사의 유일한 리스크 포인트였던 미국 적자폭 감소 또한 가시화되고 있어, 동사에 대한 선호 의견 지속. 색조 대비 기초/선케어 수출 성장률이 상회하는 환경 속 동사에 대한 디스카운트 해소 필요.** 추정치 상향으로 적정주가 14만원 상향

1Q26 Review

(단위: 십억원, %, %p)

	회사 잠정	당사 예상		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2026.03(P)	2026.03(E)	vs Chg	2026.03(E)	vs Con	2025.03(A)	YoY	2025.12(A)	QoQ
매출액	728.0	724.6	0.5	714.2	1.9	653.1	11.5	655.5	11.1
영업이익	78.9	67.9	16.1	66.8	18.1	59.9	31.6	47.8	64.9
지배주주순이익	44.7	30.9	44.8	33.7	32.6	13.2	237.4	45.1	(0.9)
OPM	10.8	9.4	1.5	9.4	1.5	9.2	1.7	7.3	3.5
NIM	6.1	4.3	1.9	4.7	1.4	2.0	4.1	6.9	(0.7)

Note: K-IFRS 연결 기준
Source: 다올투자증권

Fig. 1: **PER Valuation**

PER Valuation	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
EPS(원)	-961	227	3,816	5,299	7,022	8,114
YOY	*-161%*	*-124%*	*1582%*	*39%*	*33%*	*16%*
적정 PER(배)					20.0	
적정주가(원)					140,438	

적정주가(원)	140,000
종가(원)	93,600
상승여력	50%

Note: 글로벌 화장품 평균 PER 30% 할인
Source: 다올투자증권

Fig. 2: **한국콜마 실적변경**

(단위: 십억원, %, %p)

	변경 전				변경 후				차이			
	2026.06	2026.09	2026.12	2027.03	2026.06	2026.09	2026.12	2027.03	2026.06	2026.09	2026.12	2027.03
매출액	798.5	766.7	699.8	782.4	823.0	778.5	721.9	787.7	3.1	1.5	3.2	0.7
영업이익	89.4	75.4	51.3	82.6	92.6	79.1	52.7	86.1	3.5	4.9	2.7	4.2
영업이익률	11.2	9.8	7.3	10.6	11.2	10.2	7.3	10.9	0.0	0.3	(0.0)	0.4
EBITDA	116.0	102.2	78.9	110.4	119.1	105.9	80.3	113.9	2.7	3.6	1.8	3.1
EBITDA이익률	14.5	13.3	11.3	14.1	14.5	13.6	11.1	14.5	(0.0)	0.3	(0.2)	0.3
지배주주순이익	46.9	40.5	20.9	42.1	50.8	44.9	25.3	46.8	8.2	10.9	21.1	11.1

Note: K-IFRS 연결 기준
Source: 한국콜마, 다올투자증권

Fig. 3: Top 10 고객 현황

순위	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P
1	애터미	애터미	애터미	애터미	애터미	애터미	구다이글로벌	애터미	구다이글로벌
2	카버코리아	카버코리아	카버코리아	카버코리아	카버코리아	CJ 올리브영	애터미	구다이글로벌	애터미
3	CJ 올리브영	CJ 올리브영	CJ 올리브영	CJ 올리브영	구다이글로벌	구다이글로벌	달바글로벌	CJ 올리브영	CJ 올리브영
4	고운세상	고운세상	L&P	L&P	CJ 올리브영	카버코리아	CJ 올리브영	달바글로벌	아누아
5	L&P	L&P	고운세상	고운세상	L&P	동국제약	록시땅	카버코리아	달바글로벌

Source: 한국콜마, 다올투자증권

Fig. 4: 12M Fwd PER 추이

Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 5: **한국콜마 실적 전망**

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	653.1	730.8	683.0	655.5	728.0	823.0	778.5	721.9	2,722.4	3,051.3	3,362.5
YoY(%)	*14%*	*11%*	*9%*	*11%*	*11%*	*13%*	*14%*	*10%*	*11%*	*12%*	*10%*
한국	274.3	328.1	322.0	268.3	343.0	405.1	380.6	305.9	1,192.7	1,434.5	1,594.0
중국	41.6	49.9	31.8	32.9	47.3	53.2	29.4	32.6	156.2	162.6	186.9
미국	21.7	18.4	8.1	6.7	13.4	18.5	18.8	19.6	54.9	70.3	90.7
캐나다	8.7	10.0	9.2	8.0	8.4	10.2	10.5	7.2	35.9	36.2	37.3
HK 이노엔	247.4	263.1	260.8	291.9	258.7	275.2	276.6	292.3	1,063.2	1,102.7	1,179.8
연우	63.7	70.7	61.8	54.7	62.4	68.9	70.4	71.3	250.9	273.0	302.9
GP	190.3	210.5	195.3	195.3	207.8	242.3	228.4	208.8	791.4	887.3	989.2
YoY(%)	*18%*	*9%*	*10%*	*17%*	*9%*	*15%*	*17%*	*7%*	*13%*	*12%*	*11%*
GPM	29.1%	28.8%	28.6%	29.8%	28.5%	29.4%	29.3%	28.9%	29.1%	29.1%	29.4%
OP	59.9	73.5	58.3	47.8	78.9	92.6	79.1	52.7	239.6	303.3	347.2
YoY(%)	*85%*	*2%*	*7%*	*36%*	*32%*	*26%*	*36%*	*10%*	*24%*	*27%*	*14%*
OPM	9.2%	10.1%	8.5%	7.3%	10.8%	11.2%	10.2%	7.3%	8.8%	9.9%	10.3%
한국	33.9	49.0	44.3	22.3	51.2	62.4	54.0	25.7	149.5	193.3	216.6
중국	3.1	6.1	-1.6	-1.6	3.2	4.8	1.5	1.6	6.0	11.1	14.6
미국	1.5	-0.2	-6.4	-8.3	-3.7	-2.4	-2.4	-2.0	-13.4	-10.5	-8.2
캐나다	-1.3	0.3	-1.3	-3.1	-1.7	-1.8	-2.4	-1.8	-5.4	-7.6	-8.2
HK 이노엔	25.4	19.5	25.9	40.1	33.2	31.5	30.5	30.9	110.9	126.2	141.6
연우	-1.0	0.8	-0.2	0.8	-0.3	0.7	0.7	1.1	0.4	2.2	3.5
판관비	130.3	137.1	137.0	147.5	128.9	149.8	149.2	156.1	551.9	584.0	642.0
인건비	36.3	40.1	37.4	42.7	38.3	43.6	42.0	46.2	156.6	170.2	192.4
지급수수료	32.7	33.0	34.8	39.5	24.9	39.5	37.6	41.1	140.0	143.2	167.1
광고선전비	11.6	14.3	14.1	10.5	13.5	15.4	14.4	12.9	50.5	56.1	61.5
유무형 감가	11.9	11.1	11.4	12.0	12.5	13.9	13.4	12.5	46.4	52.3	57.8
연구개발비	6.2	8.5	8.7	8.1	8.4	10.0	9.5	8.7	31.6	36.6	40.6
영업외손익	-27.5	-19.5	-4.1	23.2	-1.1	-9.5	-4.8	-3.5	-27.9	-18.9	-20.6
세전이익	32.4	54.0	54.2	71.1	77.8	83.1	74.3	49.2	211.7	284.4	326.5
NP	13.2	34.9	31.8	45.1	44.7	50.8	44.9	25.3	125.1	165.8	191.5
YoY(%)	109%	0%	107%	35%	237%	45%	41%	-44%	39%	33%	16%
NPM	*2.0%*	*4.8%*	*4.7%*	*6.9%*	*6.1%*	*6.2%*	*5.8%*	*3.5%*	*4.6%*	*5.4%*	*5.7%*

Source: 다올투자증권

한국콜마 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	858.7	1,009.6	1,119.9	1,236.8	1,340.9
현금성자산	199.2	316.5	283.8	294.9	328.6
매출채권	294.5	358.3	398.0	448.9	482.7
재고자산	327.7	324.8	428.0	482.8	519.2
비유동자산	2,268.0	2,448.1	2,556.9	2,678.6	2,813.8
투자자산	207.6	302.8	315.1	327.9	341.3
유형자산	811.1	901.8	980.0	1,073.4	1,182.0
무형자산	1,249.3	1,243.5	1,261.7	1,277.3	1,290.5
자산총계	3,126.7	3,457.8	3,676.8	3,915.4	4,154.7
유동부채	1,215.0	1,360.1	1,431.7	1,497.2	1,540.8
매입채무	360.4	435.4	506.4	571.3	614.3
유동성이자부채	799.0	863.7	863.7	863.7	863.7
비유동부채	405.9	430.3	432.3	434.4	436.6
비유동이자부채	352.0	369.6	369.6	369.6	369.6
부채총계	1,621.0	1,790.4	1,864.0	1,931.6	1,977.4
자본금	11.8	11.8	11.8	11.8	11.8
자본잉여금	294.7	301.0	301.0	301.0	301.0
이익잉여금	487.9	592.7	738.0	909.2	1,102.6
자본조정	(1.8)	4.9	4.9	4.9	4.9
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,505.7	1,667.3	1,812.7	1,983.8	2,177.3
투하자본	2,409.8	2,458.2	2,631.1	2,785.8	2,940.0
순차입금	951.8	916.8	949.5	938.4	904.7
ROA	4.1	5.1	6.1	6.5	6.9
ROE	17.4	19.8	22.1	21.7	20.9
ROIC	7.5	7.8	9.1	9.7	10.2

손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	2,452.1	2,722.4	3,051.3	3,362.5	3,635.2
증가율 (Y-Y,%)	13.7	11.0	12.1	10.2	8.1
영업이익	193.9	239.6	303.3	347.2	383.3
증가율 (Y-Y,%)	42.4	23.6	26.6	14.5	10.4
EBITDA	285.8	343.7	410.6	459.3	498.1
영업외손익	(54.1)	(27.9)	(18.9)	(20.6)	(19.0)
순이자수익	(38.9)	(32.1)	(32.2)	(34.9)	(37.6)
외화관련손익	15.3	(0.8)	8.9	10.1	11.0
지분법손익	12.5	0.6	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	139.8	211.7	284.4	326.5	364.3
당기순이익	125.3	168.2	217.0	248.2	276.9
지배기업당기순이익	90.1	125.1	165.8	191.5	213.8
증가율 (Y-Y,%)	398.5	34.2	29.0	14.3	11.6
NOPLAT	173.8	190.4	231.4	263.9	291.3
(+) Dep	92.0	104.1	107.3	112.1	114.8
(-) 운전자본투자	43.6	(46.8)	71.3	40.4	26.6
(-) Capex	247.2	164.0	159.7	177.0	192.7
OpFCF	(25.0)	177.3	107.7	158.6	186.8
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	15.6	13.4	12.3	11.1	10.1
영업이익증가율(3Yr)	32.0	48.4	30.6	21.4	17.0
EBITDA증가율(3Yr)	26.1	32.2	21.3	17.1	13.2
순이익증가율(3Yr)	42.3	n/a	105.1	25.6	18.1
영업이익률(%)	7.9	8.8	9.9	10.3	10.5
EBITDA마진(%)	11.7	12.6	13.5	13.7	13.7
순이익률 (%)	5.1	6.2	7.1	7.4	7.6

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	215.4	291.4	203.7	265.3	304.1
당기순이익	125.3	168.2	217.0	248.2	276.9
자산상각비	92.0	104.1	107.3	112.1	114.8
운전자본증감	(40.4)	0.1	(71.3)	(40.4)	(26.6)
매출채권감소(증가)	39.8	(47.2)	(39.6)	(51.0)	(33.8)
재고자산감소(증가)	(53.2)	3.5	(103.2)	(54.8)	(36.4)
매입채무증가(감소)	(7.0)	44.5	71.0	64.8	43.1
투자현금	(205.2)	(247.7)	(219.7)	(237.7)	(254.0)
단기투자자산감소	49.2	(27.4)	(3.7)	(3.9)	(4.0)
장기투자증권감소	14.1	(1.4)	(5.1)	(5.3)	(5.5)
설비투자	(247.2)	(164.0)	(159.7)	(177.0)	(192.7)
유무형자산감소	(11.5)	(13.7)	(44.0)	(44.0)	(44.0)
재무현금	(43.2)	40.2	(20.4)	(20.4)	(20.3)
차입금증가	24.8	62.7	0.0	0.0	0.0
자본증가	(19.4)	(22.6)	(20.4)	(20.4)	(20.3)
배당금지급	19.4	22.6	20.4	20.4	20.3
현금 증감	(29.0)	83.4	(36.4)	7.3	29.8
총현금흐름(Gross CF)	320.1	370.8	275.0	305.7	330.7
(-) 운전자본증가(감소)	43.6	(46.8)	71.3	40.4	26.6
(-) 설비투자	247.2	164.0	159.7	177.0	192.7
(+) 자산매각	(11.5)	(13.7)	(44.0)	(44.0)	(44.0)
Free Cash Flow	74.4	123.1	(16.0)	27.6	50.1
(-) 기타투자	(14.1)	1.4	5.1	5.3	5.5
잉여현금	88.5	121.8	(21.1)	22.3	44.5

주요투자지표

(원, 배)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	3,816	5,299	7,022	8,114	9,055
BPS	33,579	38,566	44,724	51,974	60,169
DPS	720	864	860	860	860
Multiples(x,%)					
PER	14.4	11.7	13.3	11.5	10.3
PBR	1.6	1.6	2.1	1.8	1.6
EV/ EBITDA	7.9	6.9	7.7	6.9	6.3
배당수익율	1.3	1.4	0.9	0.9	0.9
PCR	4.1	4.0	8.0	7.2	6.7
PSR	0.5	0.5	0.7	0.7	0.6
재무건전성 (%)					
부채비율	107.7	107.4	102.8	97.4	90.8
Net debt/Equity	63.2	55.0	52.4	47.3	41.6
Net debt/EBITDA	333.0	266.7	231.3	204.3	181.6
유동비율	70.7	74.2	78.2	82.6	87.0
이자보상배율	5.0	7.5	9.4	10.0	10.2
이자비용/매출액	1.9	1.4	1.3	1.3	1.3
자산구조					
투하자본(%)	85.6	79.9	81.5	81.7	81.4
현금+투자자산(%)	14.4	20.1	18.5	18.3	18.6
자본구조					
차입금(%)	43.3	42.5	40.5	38.3	36.2
자기자본(%)	56.7	57.5	59.5	61.7	63.8

자료: 다올투자증권

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다

투자등급 비율

BUY : 91.7%	HOLD : 8.3%	SELL : 0.0%

투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미
- BUY: 추천기준일 종가대비 +15% 이상.
- HOLD: 추천기준일 종가대비 -15% 이상~ +15% 미만.
- SELL: 추천기준일 종가대비 -15% 미만.

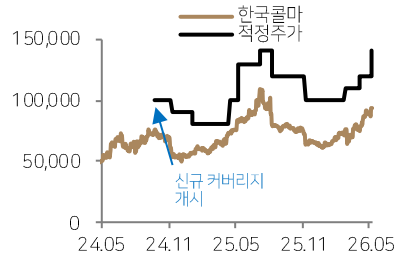
.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음
- Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
- Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
- Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

한국콜마 (161890)



일자	커버리지	2024.09.25	2024.11.12	2025.01.09	2025.04.18	2025.05.12
투자의견	개시	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가		100,000원	90,000원	80,000원	100,000원	130,000원
일자	2025.07.09	2025.08.11	2025.11.10	2026.02.26	2026.04.06	2026.05.11
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	140,000원	120,000원	100,000원	110,000원	120,000원	140,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2024.09.25	100,000원	69,719원	76,000원	-30.3	-24.0
2024.11.12	90,000원	54,503원	57,200원	-39.4	-36.4
2025.01.09	80,000원	62,518원	73,400원	-21.9	-8.3
2025.04.18	100,000원	75,808원	83,600원	-24.2	-16.4
2025.05.12	130,000원	88,718원	102,600원	-31.8	-21.1
2025.07.09	140,000원	99,152원	109,200원	-29.2	-22.0
2025.08.11	120,000원	77,353원	80,700원	-35.5	-32.8
2025.11.10	100,000원	66,132원	73,700원	-33.9	-26.3
2026.02.26	110,000원	73,408원	80,200원	-33.3	-27.1
2026.04.06	120,000원	85,026원	93,600원	-29.2	-22.0
2026.05.11	140,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(26년 05월 08일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

www.daolfn.com

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워 27층

DAOL 다올투자증권

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.