2026.11.09

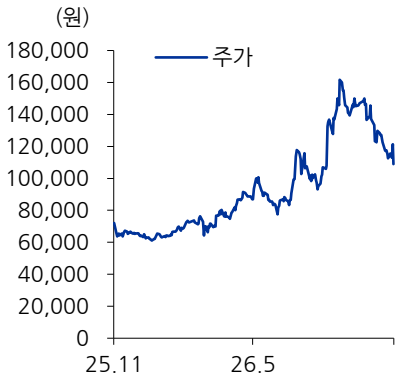
(161890)

한국콜마

이해니
6183 / hnlee@eugenefn.com

3Q26 Review: 국내 매출 2 분기를 넘어서다

투자의견	BUY(유지)
목표주가	170,000 원(하향)
현재주가	108,900 원(11/6)



시가총액(십억원)	2,571
발행주식수(천주)	23,605
52 주 최고	165,900 원
최저	60,600 원
52 주 일간 Beta	0.31
60 일 평균 거래대금	465 억원
외국인 지분율	41.7%
배당수익률(26E)	0.8%
주주구성	
한국콜마홀딩스 (외 24 인)	26.6%
국민연금공단 (외 1 인)	12.1%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	-21.6	25.3	49.6
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	170,000	180,000	▼
영업이익(26E)	340	357	▼
영업이익(27E)	412	426	▼

12 월 결산(십억원)	2025A	2026E	2027E
매출액	2,722	3,207	3,616
영업이익	240	340	412
세전손익	212	323	395
당기순이익	168	265	324
EPS(원)	5,299	8,320	9,979
증감률(%)	38.9	57.0	19.9
PER(배)	11.7	13.1	10.9
ROE(%)	14.7	19.6	19.7
PBR(배)	1.6	2.4	2.0
EV/EBITDA(배)	6.9	3.7	3.1

“ 3Q26 연결 매출액은 8,282억원(+21.3%yoy), 영업이익은 820억원(+40.6%yoy), OPM은 9.9%(+1.4%p yoy)를 기록했다. 역대 최대 매출액, 영업이익을 기록했으나 컨센서스를 소폭 하회했다.

“ 국내 매출액은 4,337억원(+34.7%yoy)으로, 비수기로 여겨지던 3분기에 2분기를 넘어서는 역대 최대 분기 매출을 달성했다. 영업이익은 629억원(+41.9%yoy), OPM은 14.5%(+0.7%p yoy)다. 상위 5개사 비중은 42%, 상위 10개사 비중은 58%로 전년보다 확대됐다. 스케일업 브랜드의 수출 호조와 주요 고객사의 고른 기여가 성장을 이끌었다. 선케어 비중이 32%로 전년 28%에서 유의미하게 높아졌다. **중국** 매출액은 304억원(-4.5%yoy), 영업손실은 44억원으로 적자폭이 확대됐다. 색조 매출이 줄면서 매출과 손익이 감소했다. **미국** 매출액은 180억원(+122.2%yoy), 영업손실은 38억원(적지)이다. 기존 최대 고객사의 비중이 낮아지고, 글로벌 MNC 색조 브랜드의 비중이 20% 이상으로 올라와 2위 고객사가 됐다. 다만 3분기에 재고자산평가충당금이 매출원가에 반영되며 적자폭이 커졌고, 2공장의 가동률은 아직 낮은 수준이다. **캐나다** 매출액은 81억원(-12.3%yoy), 영업손실은 16억원(적지)이다. 스킨케어 비중이 69%로 높지만 가동률 낮아, 적자 규모는 늘었다. **연우**는 매출 835억원(+35.0%yoy), 영업이익 30억원(흑전)을 기록했다. 인디 브랜드 비중이 높아지면서 체질 개선이 지속됐다. 스케일업 브랜드향 선케어, 스킨케어 펌프가 실적 개선을 견인했다. HK이노엔은 매출 2,604억원(-0.2%yoy), 영업이익 260억원(+0.5%yoy)을 기록했다.

“ 4Q26E 매출액은 7,898억원(+20.5%yoy), 영업이익은 686억원(+43.5%yoy), OPM은 8.7%로 추정한다. 국내 매출은 3,798억원(+41.6%yoy), 영업이익은 391억원(+75.4%yoy), OPM 10.3%로 추정한다. 주문 수요 자체가 견조한 것은 의심의 여지가 없다. 다만 근로자 휴일이 4분기에 몰리는 만큼 워킹데이 감소는 변수다. **캐파는 3분기 기준 7억8천만개, 가동률 82% 수준이다. 내년 7월 이후 중요 설비 증설이 완료되어 병목을 해소할 것이다.** **중국** 매출액 345억원(+5.0%yoy), 영업손실 14억원(적지)으로 추정한다. 내년부터 본격 생산하는 고객의 생산 일정이 4분기부터 잡혀 있어 매출은 소폭 늘고 적자 폭은 3분기보다 줄어들 것이다. **미국** 매출액 181억원(+170.0%yoy), 영업손실 36억원(적지)으로 추정한다. 기존 고객사 유지로 3분기와 비슷한 수준을 예상한다. **캐나다** 매출액 91억원(+14.0%yoy), 영업손실 13억원(적지)으로 추정한다. **연우** 매출액 681억원(+20.0%yoy), 영업이익 10억원(+36.1%yoy)을 추정한다. **이노엔** 매출액 2,859억원(-2.0%yoy), 영업이익 393억원(-2.1%yoy)으로 추정한다.

“ 투자의견 'BUY' 유지. 목표주가 170,000원으로 하향한다.

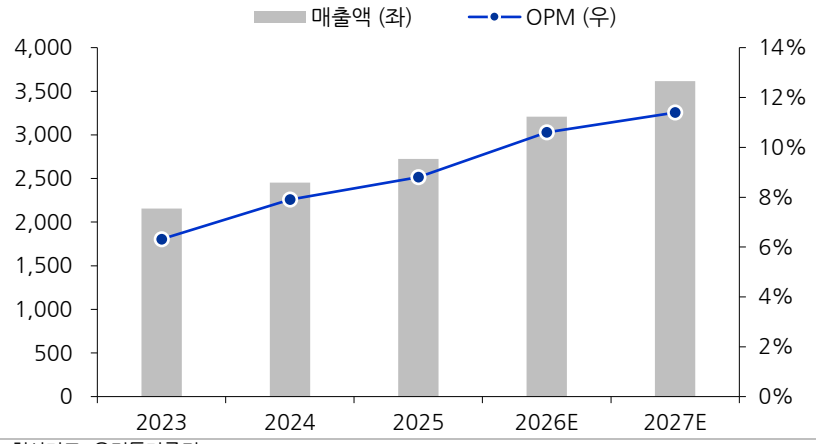
유진투자증권

한국콜마 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	**653.1**	**730.8**	**683.0**	**655.5**	**728.0**	**861.3**	**828.2**	**789.8**	**2,722.4**	**3,207.3**	**3,616.4**
국내	274.3	328.1	322.0	268.3	343.0	430.4	433.7	379.8	1,192.8	1,587.0	1,892.4
해외	66.8	78.3	49.2	47.6	69.0	84.9	56.5	61.7	241.9	272.2	300.7
중국	36.5	49.9	31.8	32.9	47.3	57.9	30.4	34.5	151.1	170.1	182.0
북미	30.4	28.4	17.3	14.7	21.7	27.0	26.1	27.2	90.7	102.0	118.7
미국	21.7	18.3	8.1	6.7	13.4	17.8	18.0	18.1	54.8	67.3	82.6
캐나다	8.7	10.0	9.2	8.0	8.4	9.2	8.1	9.1	35.9	34.7	36.1
연우	63.7	70.7	61.8	56.7	62.4	91.1	83.5	68.1	252.9	305.1	326.4
이노엔	247.4	263.1	260.8	291.9	258.7	267.2	260.4	285.9	1,063.2	1,072.2	1,123.0
영업이익	**59.9**	**73.5**	**58.3**	**47.8**	**78.9**	**110.3**	**82.0**	**68.6**	**239.6**	**339.9**	**412.4**
%	9.2	10.1	8.5	7.3	10.8	12.8	9.9	8.7	8.8	10.6	11.4
국내	33.9	55.2	44.3	22.3	51.2	70.8	62.9	39.1	155.7	224.0	281.0
%	12.4	16.8	13.8	8.3	14.9	16.4	14.5	10.3	13.1	14.1	14.8
해외	3.3	6.2	(9.3)	(13.0)	(2.2)	3.4	(9.8)	(6.2)	(12.8)	(14.8)	(3.0)
중국	3.1	6.1	(1.6)	(1.6)	3.2	5.7	(4.4)	(1.4)	6.0	3.1	6.4
북미	0.2	0.1	(7.7)	(11.4)	(5.4)	(2.3)	(5.4)	(4.8)	(18.8)	(17.9)	(9.4)
미국	1.5	(0.2)	(6.4)	(8.3)	(3.7)	(1.4)	(3.8)	(3.6)	(13.4)	(12.5)	(6.0)
캐나다	(1.3)	0.3	(1.3)	(3.1)	(1.7)	(0.9)	(1.6)	(1.3)	(5.4)	(5.5)	(3.4)
연우	(0.1)	0.8	(0.2)	0.7	(0.3)	7.0	3.0	1.0	1.2	10.7	12.6
이노엔	25.4	19.5	25.9	40.1	33.2	30.0	26.0	39.3	110.9	128.5	147.3
지배순이익	**13.2**	**34.9**	**31.8**	**45.1**	**45.2**	**62.8**	**43.3**	**45.1**	**125.1**	**196.4**	**235.5**
%	2.0	4.8	4.7	6.9	6.2	7.3	5.2	5.7	4.6	6.1	6.5
〈yoy〉											
매출액	**13.6**	**10.7**	**9.0**	**11.0**	**11.5**	**17.8**	**21.3**	**20.5**	**11.0**	**17.8**	**12.8**
국내	10.7	10.5	17.9	11.2	25.1	31.2	34.7	41.6	12.6	33.1	19.2
해외	22.1	(1.5)	(22.4)	(18.9)	3.3	8.4	14.9	29.8	(5.6)	12.5	10.5
중국	(6.0)	(6.6)	(13.1)	9.9	29.7	15.9	(4.5)	5.0	(4.9)	12.6	7.0
북미	90.4	9.1	(35.1)	(48.9)	(28.5)	(4.8)	50.5	85.3	(6.8)	12.4	16.3
미국	210.5	37.2	(53.8)	(66.5)	(38.4)	(2.9)	122.2	170.0	(5.3)	22.7	22.7
캐나다	16.3	20.0	13.7	23.8	4.6	1.6	(0.2)	(2.0)	18.5	0.9	4.7
연우	(5.3)	(4.5)	(15.1)	(7.8)	(2.0)	28.9	35.0	20.0	(8.2)	20.6	7.0
이노엔	16.3	20.0	13.7	23.8	4.6	1.6	(0.2)	(2.0)	18.5	0.9	4.7
영업이익	**84.8**	**2.4**	**7.0**	**36.2**	**31.6**	**50.2**	**40.6**	**43.5**	**23.6**	**41.9**	**21.3**
국내	48.5	10.9	19.0	23.5	51.1	44.4	41.9	75.4	20.3	43.9	25.4
해외	흑전	38.4	(121.4)	(441.7)	적전	(45.4)	(5.4)	52.2	(160.6)	(16.0)	79.6
중국	72.2	(8.5)	적전	적지	3.2	(7.0)	적지	적지	(24.6)	(48.3)	104.7
북미	흑전	흑전	적지	적지	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지
미국	흑전	적지	적지	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지
캐나다	적지	흑전	적지	적지	적지	적전	적지	적지	적지	적지	적지
연우	적지	(33.3)	적전	흑전	적지	775.0	흑전	36.1	(12.6)	787.7	18.4
이노엔	47.0	(19.8)	16.4	64.5	30.8	53.6	0.5	(2.1)	25.7	15.9	14.6
지배순이익	109.3	0.3	106.8	34.5	241.0	79.8	36.1	0.0	38.9	57.0	19.9

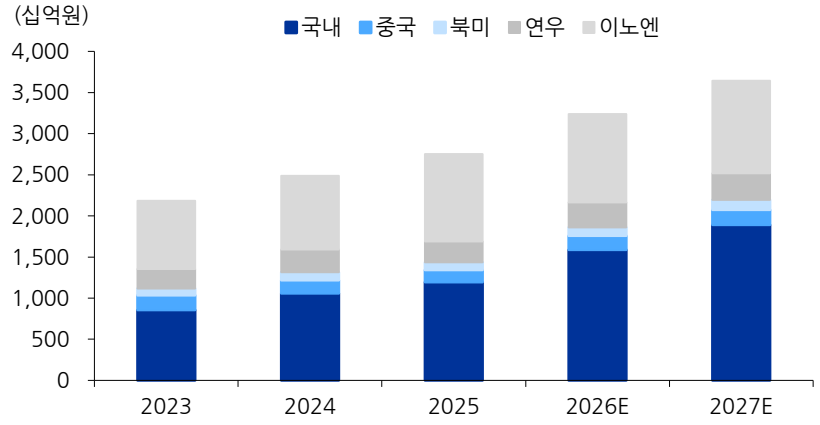
자료: 회사자료, 유진투자증권

연간 실적 추이 및 전망



자료: 회사자료, 유진투자증권

지역별 매출액 추이



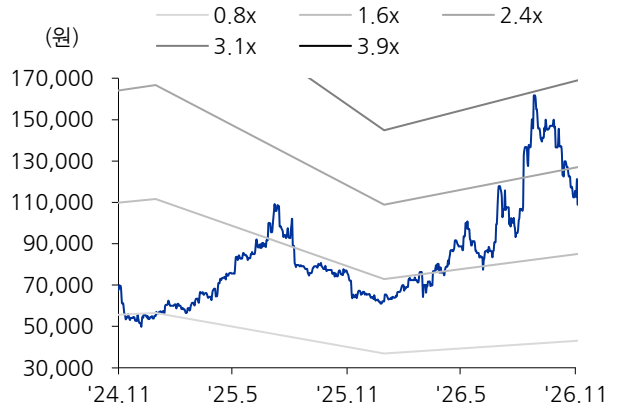
자료: 회사자료, 유진투자증권

PER BAND



자료: QuantiWise, 유진투자증권

PBR BAND



자료: QuantiWise, 유진투자증권

Valuation

(십억원, 천주, 원, %)	순이익	Target PER	계산	비고
영업가치	229.9			
화장품: 콜마, 연우	185.6	17.4	3,229	
의약품: 이노엔	44.3	20.4	904	
적정 시가총액			4,133	
주식 수			23,605	
적정주가 (원)			170,000	
현재주가 (원)			108,900	
상승여력 (%)			56.1	
Implied PER			11.2	
화장품 PER			13.9	

자료: 회사자료, 유진투자증권

Key Indicator

(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	822	1,358	1,379	1,322	1,586	1,866	2,156	2,452	2,722
영업이익	67	90	100	122	84	73	136	194	240
세전이익	62	55	45	222	67	17	34	140	212
순이익	49	37	34	161	44	-4	25	125	168
지배순이익	47	42	29	160	36	-22	5	90	125
EPS	2,239	1,893	1,270	7,004	1,565	-961	227	3,816	5,299
증감률(%)	43.1	-15.5	-32.9	451.6	-77.7	적전	흑전	1,581.7	38.9
PER	36.6	37.2	37.2	7.3	68.0	na	236.2	14.4	11.7
ROE	16.4	11.4	6.4	29.3	5.2	-3.3	0.8	12.5	14.7
PBR	5.7	3.6	2.3	1.9	3.6	1.5	1.9	1.6	1.6
EV/EBITDA	21.4	19.1	13.6	10.4	21.7	11.7	9.0	7.9	6.9
EBITDA	86	132	160	183	143	149	230	286	344
BPS	14,458	19,616	20,601	27,257	29,876	29,024	28,347	33,579	38,566
DPS	300	330	330	345	415	500	600	720	864
배당수익률	0.4	0.5	0.7	0.7	0.4	1.2	1.1	1.3	1.4
순차입금	115	949	1,093	747	577	770	835	952	917

자료: 회사자료, 유진투자증권

한국콜마(161890.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
자산총계	3,127	3,458	3,674	3,950	4,207
유동자산	859	1,010	1,592	2,188	2,554
현금성자산	199	316	827	1,328	1,652
매출채권	294	358	407	458	481
재고자산	328	325	348	391	411
비유동자산	2,268	2,448	2,082	1,763	1,653
투자자산	208	303	292	303	316
유형자산	811	902	548	217	95
기타	1,249	1,243	1,242	1,242	1,242
부채총계	1,621	1,790	1,815	1,877	1,902
유동부채	1,215	1,360	1,351	1,401	1,424
매입채무	360	435	397	446	469
유동성이자부채	799	864	893	893	893
기타	56	61	62	62	63
비유동부채	406	430	464	476	477
비유동이자부채	352	370	412	422	422
기타	54	61	52	54	56
자본총계	1,506	1,667	1,859	2,073	2,305
지배지분	793	910	1,089	1,303	1,535
자본금	12	12	12	12	12
자본잉여금	295	301	256	256	256
이익잉여금	488	593	821	1,035	1,267
기타	(2)	5	0	0	0
비지배지분	713	757	770	770	770
자본총계	1,506	1,667	1,859	2,073	2,305
총차입금	1,151	1,233	1,305	1,315	1,315
순차입금	952	917	478	(13)	(337)

손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
매출액	2,452	2,722	3,207	3,616	3,832
증가율(%)	13.7	11.0	17.8	12.8	6.0
매출원가	1,753	1,931	2,298	2,593	2,750
매출총이익	699	791	910	1,024	1,083
판매 및 일반관리비	505	552	570	611	645
기타영업손익	14	9	3	7	6
영업이익	194	240	340	412	437
증가율(%)	42.4	23.6	41.9	21.3	6.1
EBITDA	286	344	833	812	584
증가율(%)	24.3	20.3	142.4	(2.5)	(28.1)
영업외손익	(54)	(28)	(17)	(17)	(17)
이자수익	8	7	8	11	11
이자비용	47	39	43	43	43
지분법손익	13	1	(1)	(1)	(1)
기타영업손익	(28)	4	18	16	16
세전순이익	140	212	323	395	420
증가율(%)	307.1	51.5	52.5	22.4	6.3
법인세비용	14	44	58	71	76
당기순이익	125	168	265	324	345
증가율(%)	398.5	34.2	57.4	22.4	6.3
지배주주지분	90	125	196	236	254
증가율(%)	1,634.9	38.9	57.0	19.9	7.9
비지배지분	35	43	68	89	90
EPS(원)	3,816	5,299	8,320	9,979	10,770
증가율(%)	1,581.7	38.9	57.0	19.9	7.9
수정EPS(원)	3,816	5,299	8,320	9,979	10,770
증가율(%)	1,581.7	38.9	57.0	19.9	7.9

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
영업현금	215	291	686	594	383
당기순이익	125	168	265	324	345
자산상각비	92	104	493	400	146
기타비현금성손익	103	98	18	(87)	(89)
운전자본증감	(40)	0	(41)	(44)	(20)
매출채권감소(증가)	40	(47)	(49)	(51)	(23)
재고자산감소(증가)	(53)	4	(8)	(43)	(20)
매입채무증가(감소)	(7)	44	28	50	22
기타	(20)	(1)	(12)	1	1
투자현금	(205)	(248)	(71)	(84)	(40)
단기투자자산감소	49	(27)	31	(3)	(3)
장기투자증권감소	14	(1)	(4)	(5)	(5)
설비투자	247	164	36	45	0
유형자산처분	2	2	1	0	0
무형자산처분	(13)	(15)	(24)	(24)	(24)
재무현금	(43)	40	(78)	(11)	(22)
차입금증가	25	63	(51)	10	0
자본증가	(19)	(23)	(20)	(21)	(22)
배당금지급	19	23	20	21	22
현금 증감	(29)	83	539	498	321
기초현금	171	142	225	764	1,263
기말현금	142	225	764	1,263	1,584
Gross Cash flow	320	371	784	638	403
Gross Investment	295	220	143	126	57
Free Cash Flow	25	151	641	512	346

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
주당지표(원)					
EPS	3,816	5,299	8,320	9,979	10,770
BPS	33,579	38,566	46,135	55,214	65,034
DPS	720	864	900	950	1,000
밸류에이션(배,%)					
PER	14.4	11.7	13.1	10.9	10.1
PBR	1.6	1.6	2.4	2.0	1.7
EV/ EBITDA	7.9	6.9	3.7	3.1	3.8
배당수익율	1.3	1.4	0.8	0.9	0.9
PCR	4.1	4.0	3.3	4.0	6.4
수익성(%)					
영업이익율	7.9	8.8	10.6	11.4	11.4
EBITDA이익율	11.7	12.6	26.0	22.5	15.2
순이익율	5.1	6.2	8.3	9.0	9.0
ROE	12.5	14.7	19.6	19.7	17.9
ROIC	7.5	7.8	11.9	16.2	18.9
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	63.2	55.0	25.7	(0.6)	(14.6)
유동비율	70.7	74.2	117.8	156.1	179.3
이자보상배율	4.2	6.2	7.9	9.5	10.1
활동성 (회)					
총자산회전율	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
매출채권회전율	7.9	8.3	8.4	8.4	8.2
재고자산회전율	8.1	8.3	9.5	9.8	9.6
매입채무회전율	6.5	6.8	7.7	8.6	8.4

자료: 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

		당사 투자의견 비율(%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	3%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	94%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2026.09.30 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고(최저)주가 대비
2025-01-21	Buy	100,000	1년	-41.0	-38.0
2025-02-26	Buy	96,000	1년	-28.7	-12.9
2025-04-25	Buy	96,000	1년	-19.4	-12.9
2025-05-12	Buy	115,000	1년	-20.9	-5.0
2025-05-28	Buy	115,000	1년	-18.5	-5.0
2025-07-16	Buy	135,000	1년	-28.7	-19.9
2025-08-11	Buy	120,000	1년	-35.4	-32.8
2025-11-05	Buy	110,000	1년	-35.2	-14.9
2026-05-11	Buy	120,000	1년	-22.5	-1.8
2026-07-13	Buy	135,000	1년	-23.4	-1.9
2026-08-13	Buy	170,000	1년	-14.5	-4.9
2026-09-30	Buy	180,000	1년	-30.7	-18.6
2026-11-03	Buy	180,000	1년	-36.5	-32.6
2026-11-09	Buy	170,000	1년		

한국콜마(161890.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 이해니

