

한국콜마 (161890)

EARNINGS REVIEW

Company Analysis | 유통/화장품 | 2026.2.26

4Q25 Review: 국내 위주 성장 전망

4Q25 Review: 국내 위주 성장 전망

한국콜마의 K-IFRS 연결 기준 4Q25 매출액은 전년동기대비 11% 증가한 6,555억 원, 영업이익은 전년동기대비 36.2% 증가한 478억원으로, 시장 기대치를 소폭 하회하는 실적을 기록했다. 국내 법인 매출액은 YoY 11% 증가한 2,683억원, 영업이익은 YoY 24% 증가한 223억원으로 영업이익률은 8.3% 수준을 기록했다. 기존 예상되었던 인센티브 총당금 관련 일회성 비용이 소폭 확대되었고, 통상 1분기에 반영되던 일부 비용항목이 4분기에 반영된 영향이 있었다. 중국은 매출액이 10% 증가하고 영업적자 16억원을 기록했는데, 포인트 메이크업 비중 상승에 따른 수익성 하락이 있었다(메이크업 비중67%). 미국의 적자 확대가 다소 아쉬운데, 기존 최대 고객사의 주문 감소로 1공장의 가동률 하락했고, 2공장 잠재 고객사들의 오딧 비용 반영 등으로 영업적자83억원을 기록했고 올해 상반기까지도 부담이 있을 것으로 보인다. HK이노엔은 매출액과 영업이익이 각각 23.8%, 64.5% 증가하며 양호한 실적을 보였고, 연우는 매출액 감소에도 고정비 절감 노력에 따라 영업이익 흑전에 성공했다.

올해 1분기 흐름은 국내 법인의 선전이 이어질 것으로 판단한다. 국내 법인 매출액은 YoY 16% 증가하고 영업이익률 또한 13% 수준 달성 가능할 것으로 예상된다. 다만 미국은 영업적자 65억원 수준이 예상되고, 계속해서 이어지는 수주 공백이 다소 부담으로 작용할 전망이다(4Q25 가동률 4%). 그럼에도 불구하고 지난 해 실적에 부정적인 영향을 줬던 레거시 브랜드들의 매출 비중이 하락하며 영향이 제한적일 전망이고, 글로벌 MNC向 매출액의 실적 기여 및 섀케어 관련 이탈 고객사 물량 회복 가능성 등은 추가적으로 기대해 볼 수 있는 요소다.

투자 의견 Buy 및 목표주가 98,000원으로 하향

한국콜마에 대해 투자 의견 Buy를 유지하나, 목표주가는 98,000원으로 하향한다. 미국 법인의 실적 개선 지연으로 인해 연결 실적을 조정했고(표3), 이에 기반해 2026E EPS에 Target multiple 15배를 적용했다. 미국 회복이 지연되는 가운데, 국내 법인 위주의 성장이 이어질 전망이다.

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
매출액	2,156	2,452	2,722	2,988	3,271
영업이익	136	194	240	283	326
순이익	25	125	151	206	244
EPS (원)	227	3,816	4,661	6,548	7,473
증감률 (%)	흑전	1,581.7	22.1	40.5	14.1
PER (x)	236.2	14.4	15.4	10.9	9.6
PBR (x)	1.9	1.6	1.9	1.7	1.4
영업이익률 (%)	6.3	7.9	8.8	9.5	10.0
EBITDA 마진 (%)	10.7	11.7	12.8	13.3	13.6
ROE (%)	0.8	12.5	17.9	21.6	22.3

주: IFRS 연결 기준

자료: 한국콜마, LS증권 리서치센터



Analyst 오린아
lina.oh@ls-sec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (하향)	98,000 원
현재주가	71,600 원
상승여력	36.9 %

컨센서스 대비

	상회	부합	하회
			●

Stock Data

KOSPI(2/25)	6,083.86 pt
시가총액	16,901 억원
발행주식수	23,605 천주
52 주 최고가 / 최저가	109,200 / 58,000 원
90 일 일평균거래대금	114.93 억원
외국인 지분율	35.6%
배당수익률(26.12E)	1.6%
BPS(26.12E)	43,215 원
KOSPI대비 상대수익률	1개월 -14.6%
	6개월 -99.1%
	12개월 -107.9%
주주구성	한국콜마홀딩스 (외 23인) 26.6%
	NIHON KOLMAR (외 1인) 11.8%
	국민연금공단 (외 1인) 9.3%

Stock Price



표1 한국콜마 분기/연간 실적 추정치 및 전망

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025P	2026E
추정 실적											
매출액	6,530.9	7,308.0	6,830.1	6,555.2	7,241.3	7,843.8	7,576.5	7,219.8	24,520.7	27,224.3	29,881.4
한국	2,743.0	3,281.0	3,222.0	2,683.0	3,181.9	3,510.7	3,608.6	3,005.0	10,597.0	11,929.0	13,306.2
중국	416.0	499.0	318.0	329.0	456.4	524.4	341.5	357.6	1,583.0	1,562.0	1,680.0
미국	217.0	184.0	81.0	67.0	65.1	101.2	63.2	53.6	579.0	549.0	283.1
캐나다	87.0	100.0	92.0	80.0	80.9	98.0	92.9	80.8	395.0	359.0	352.6
HK 이노엔	2,474.0	2,631.0	2,608.0	2,919.0	2,958.9	3,007.2	2,939.2	3,210.9	8,971.0	10,632.0	12,116.3
연우	637.0	707.0	618.0	547.0	559.3	692.9	648.9	579.8	2,755.0	2,509.0	2,480.9
영업이익	599.0	735.0	583.3	478.6	639.4	743.5	775.0	670.2	1,938.5	2,395.9	2,828.2
한국	339.0	490.0	443.0	223.0	413.6	526.6	494.4	252.4	1,224.0	1,495.0	1,687.0
중국	18.0	61.0	-16.0	-16.0	27.4	57.7	23.9	21.5	80.0	60.0	130.4
미국	15.0	-2.0	-64.0	-83.0	-65.1	-27.3	-10.7	-5.4	-60.0	-134.0	-108.5
캐나다	-13.0	3.0	-13.0	-31.0	-17.8	-14.7	-9.3	-8.1	-69.0	-54.0	-49.9
HK 이노엔	254.0	195.0	259.0	401.0	304.8	228.5	296.9	439.9	882.0	1,109.0	1,270.1
연우	-10.0	8.0	-2.0	8.0	-5.6	0.0	6.5	6.4	14.0	4.0	7.3
성장률(%)											
매출액	13.6%	10.7%	9.0%	11.0%	10.9%	7.3%	10.9%	10.1%	13.7%	11.0%	9.8%
한국	10.7%	10.5%	17.8%	11.2%	16.0%	7.0%	12.0%	12.0%	23.7%	12.6%	11.5%
중국	6.4%	-5.3%	-13.1%	10.4%	9.7%	5.1%	7.4%	8.7%	-10.7%	-1.3%	7.6%
미국	210.0%	37.3%	-53.7%	-66.5%	-70.0%	-45.0%	-22.0%	-20.0%	54.4%	-5.2%	-48.4%
캐나다	-3.3%	-20.6%	0.0%	-8.0%	-7.0%	-2.0%	1.0%	1.0%	-13.9%	-9.1%	-1.8%
HK 이노엔	16.4%	20.0%	13.6%	23.8%	19.6%	14.3%	12.7%	10.0%	8.2%	18.5%	14.0%
연우	-5.2%	-4.5%	-15.1%	-11.1%	-12.2%	-2.0%	5.0%	6.0%	16.5%	-8.9%	0.0%
영업이익	84.7%	2.5%	6.9%	36.2%	6.8%	1.2%	32.9%	40.0%	42.4%	23.6%	18.0%
수익성(%)											
영업이익률	9.2%	10.1%	8.5%	7.3%	8.8%	9.5%	10.2%	9.3%	7.9%	8.8%	9.5%
한국	12.4%	14.9%	13.7%	8.3%	13.0%	15.0%	13.7%	8.4%	11.6%	12.5%	12.7%
중국	4.3%	12.2%	-5.0%	-4.9%	6.0%	11.0%	7.0%	6.0%	5.2%	3.8%	7.8%
미국	6.9%	-1.1%	-79.0%	-123.9%	-100.0%	-27.0%	-17.0%	-10.0%	-10.4%	-24.4%	-38.3%
캐나다	-14.9%	3.0%	-14.1%	-38.8%	-22.0%	-15.0%	-10.0%	-10.0%	-17.5%	-15.0%	-14.1%
HK 이노엔	10.3%	7.4%	9.9%	13.7%	10.3%	7.6%	10.1%	13.7%	9.8%	10.4%	10.5%
연우	-1.6%	1.1%	-0.3%	1.5%	-1.0%	0.0%	1.0%	1.1%	0.5%	0.2%	0.3%

자료: 한국콜마, LS증권 리서치센터



표2 한국콜마 4Q25 실적

(억원)	실적			당사 추정치		Consensus	
	4Q24	4Q25P	YoY %	4Q25E	Diff. %	4Q25E	Diff. %
매출액	5,905	6,555	11.0%	6,642	-1.3%	6,470	1.3%
한국	2,412	2,683	11.2%	2,758	-2.7%	-	-
중국	298	329	10.4%	335	-1.8%	-	-
미국	200	67	-66.5%	212	-68.4%	-	-
캐나다	86	80	-7.0%	931	-91.4%	-	-
연우	615	547	-11.1%	584	-6.3%	-	-
HK 이노엔	2,358	2,919	23.8%	2,720	7.3%	-	-
영업이익	351	478	36.2%	511	-6.5%	498	-4.0%
한국	181	223	23.2%	291	-23.4%	-	-
세전이익	248	710	186.3%	502	41.4%	-	-
당기순이익	444	609	37.2%	481	26.6%	-	-

자료: 한국콜마, LS증권 리서치센터

표3 한국콜마 추정치 변경 내역

	기존		신규		Chng %	
	1Q26E	2026E	1Q26E	2026E	1Q26E	2026E
매출액	7,029	29,969	7,241	29,881	3.0%	-0.3%
한국	2,935	12,985	3,182	13,306	8.4%	2.5%
중국	465	1,768	456	1,680	-1.9%	-5.0%
미국	249	866	65	283	-73.9%	-67.3%
캐나다	94	403	81	353	-13.9%	-12.5%
HK 이노엔	2,721	11,686	2,959	12,116	8.7%	3.7%
연우	624	2,581	559	2,481	-10.4%	-3.9%
영업이익	642	2,945	639	2,828	-0.4%	-4.0%
한국	367	1,679	414	1,687	12.7%	0.5%
중국	37	197	27	130	-26.0%	-33.8%
미국	-12	-11	-65	-109	442.5%	886.6%
캐나다	-14	-50	-18	-50	27.1%	-0.3%
HK 이노엔	272	1,246	305	1,270	12.0%	1.9%
연우	0	18	-6	7	적자	-59.6%
영업이익률	9.1%	9.8%	8.8%	9.5%	-0.3%p	-0.3%p
별도 영업이익률	12.5%	12.9%	13.0%	12.7%	0.5%p	-0.2%p

자료: LS증권 리서치센터

한국콜마 (161890)

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
유동자산	898	859	993	980	974
현금 및 현금성자산	171	142	273	258	257
매출채권 및 기타채권	324	294	327	359	393
재고자산	281	328	299	269	229
기타유동자산	123	95	95	95	95
비유동자산	2,111	2,268	2,435	2,624	2,822
관계기업투자등	44	48	50	52	54
유형자산	660	811	784	777	769
무형자산	1,271	1,249	1,424	1,524	1,631
자산총계	3,009	3,127	3,428	3,604	3,796
유동부채	1,284	1,215	1,377	1,422	1,470
매입채무 및 기타채무	390	360	400	439	481
단기금융부채	854	799	915	915	915
기타유동부채	40	56	62	68	74
비유동부채	307	406	449	445	440
장기금융부채	249	352	401	401	401
기타비유동부채	58	54	49	44	39
부채총계	1,591	1,621	1,826	1,866	1,910
자배주주지분	649	793	886	1,020	1,169
자본금	11	12	12	12	12
자본잉여금	262	295	295	295	295
이익잉여금	368	488	615	790	993
비자배주주지분(연결)	770	713	717	717	717
자본총계	1,419	1,506	1,603	1,737	1,886

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	112	215	377	294	312
당기순이익(손실)	25	125	151	206	244
비현금수익비용가감	219	195	196	55	25
유형자산감가상각비	73	69	88	93	97
무형자산상각비	21	23	22	22	22
기타현금수익비용	110	45	86	-60	-94
영업활동 자산부채변동	-76	-40	30	33	43
매출채권 감소(증가)	-60	40	-32	-32	-34
재고자산 감소(증가)	-41	-53	28	31	40
매입채무 증가(감소)	26	-7	40	39	42
기타자산, 부채변동	-2	-20	-5	-5	-4
투자활동 현금흐름	-156	-205	-131	-186	-178
유형자산처분(취득)	-106	-245	-61	-80	-100
무형자산 감소(증가)	-16	-13	-9	-8	-8
투자자산 감소(증가)	-25	63	-34	-4	-4
기타투자활동	-9	-10	-28	-94	-66
재무활동 현금흐름	-8	-43	-115	-123	-134
차입금의 증가(감소)	8	25	-36	0	0
자본의 증가(감소)	-17	-19	-17	-20	-27
배당금의 지급	17	19	17	20	27
기타재무활동	1	-49	-62	-103	-107
현금의 증가	-49	-29	131	-15	0
기초현금	220	171	142	273	258
기말현금	171	142	273	258	257

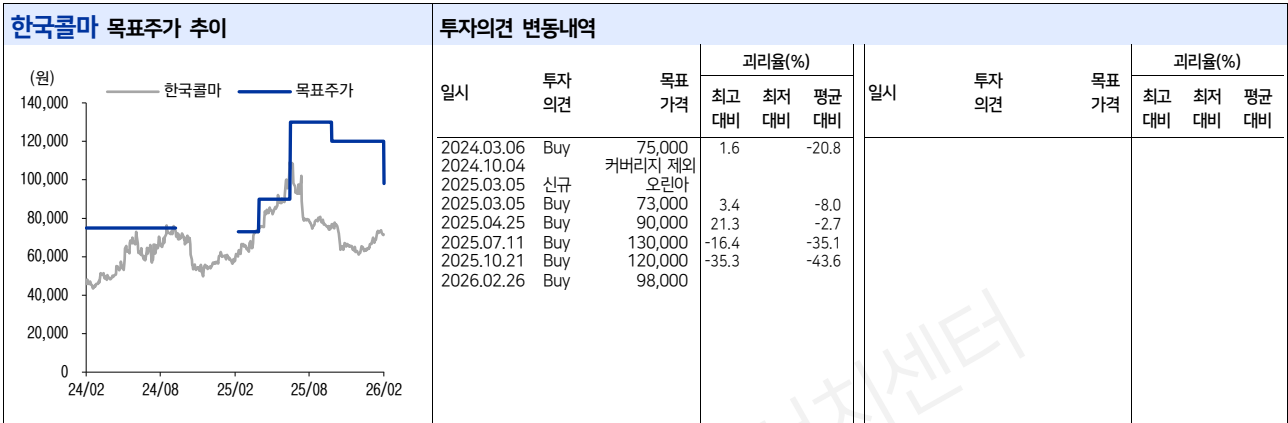
자료: 아모레퍼시픽, LS증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
매출액	2,156	2,452	2,722	2,988	3,271
매출원가	1,578	1,753	1,941	2,157	2,362
매출총이익	578	699	781	831	909
판매비 및 관리비	442	505	541	548	583
영업이익	136	194	240	283	326
(EBITDA)	230	286	350	398	446
금융손익	-36	-24	-30	-31	-30
이자비용	45	47	38	38	38
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-66	-31	0	22	29
세전계속사업이익	34	140	209	274	325
계속사업법인세비용	9	14	58	67	81
계속사업이익	25	125	151	206	244
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	25	125	151	206	244
지배주주	5	90	110	155	176
총포괄이익	28	116	151	206	244
매출총이익률 (%)	27	29	29	28	28
영업이익률 (%)	6.3	7.9	8.8	9.5	10.0
EBITDA 마진률 (%)	10.7	11.7	12.8	13.3	13.6
당기순이익률 (%)	1.2	5.1	5.5	6.9	7.5
ROA (%)	0.2	2.9	4.4	5.7	6.4
ROE (%)	0.8	12.5	17.9	21.6	22.3
ROIC (%)	4.5	7.5	7.1	8.1	9.2

주요 투자지표

	2023	2024	2025P	2026E	2027E
투자지표 (x)					
P/E	236.2	14.4	15.4	10.9	9.6
P/B	1.9	1.6	1.9	1.7	1.4
EV/EBITDA	9.0	7.9	7.7	6.8	6.0
P/CF	5.0	4.1	4.9	6.5	6.3
배당수익률 (%)	1.1	1.3	1.2	1.6	1.9
성장성 (%)					
매출액	15.5	13.7	11.0	9.8	9.5
영업이익	85.8	42.4	23.6	18.0	15.4
세전이익	102.3	307.1	49.4	31.0	18.8
당기순이익	흑전	398.5	20.2	36.9	18.3
EPS	흑전	1,581.7	22.1	40.5	14.1
안정성 (%)					
부채비율	112.1	107.7	113.9	107.4	101.2
유동비율	70.0	70.7	72.2	68.9	66.3
순차입금/자기자본(x)	58.8	63.2	61.8	57.8	53.1
영업이익/금융비용(x)	3.0	4.2	6.3	7.4	8.5
총차입금 (십억원)	1,103	1,151	1,315	1,315	1,315
순차입금 (십억원)	835	952	990	1,003	1,001
주당지표(원)					
EPS	227	3,816	4,661	6,548	7,473
BPS	28,347	33,579	37,532	43,215	49,538
CFPS	10,688	13,560	14,683	11,074	11,384
DPS	600	720	864	1,150	1,350



Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 오리아).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 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 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% -15% 이하 기대	88.7% 11.3%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±15%로 변경
				100.0%	투자의견 비율은 2025.1.1 ~ 2025.12.31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)