

ISSUE & PITCH

31 Aug. 2026

박종현 화장품 | alex.park@daolfn.com

Companies on our radar

종목명	투자의견	적정주가 Top picks
한국콜마	BUY	19만원 ●

DAOL 다올투자증권

화장품 (Overweight)

ODM: 비용 통제권과 생산성

Issue

2026년 상반기 ODM 3사 마진 국면 전환 점검

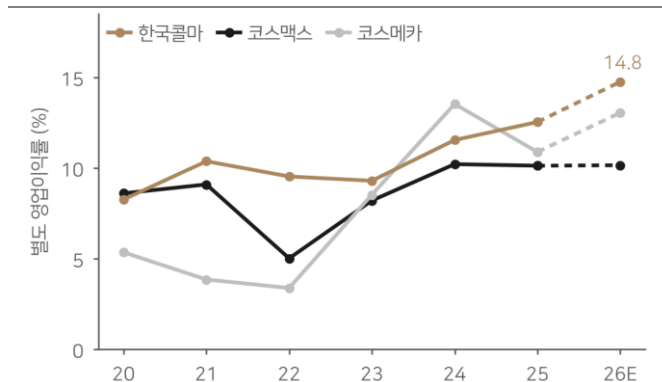
Pitch

ODM 마진의 차이는 비용 통제권과 생산성에서 발생. 선케어·기초 물량 증가가 판관비와 제조 인건비 효율로 연결되는 한국콜마·코스메카코리아와 달리, 코스맥스는 Hero SKU 회복과 외형 성장을 통한 이익 개선 경로

Rationale

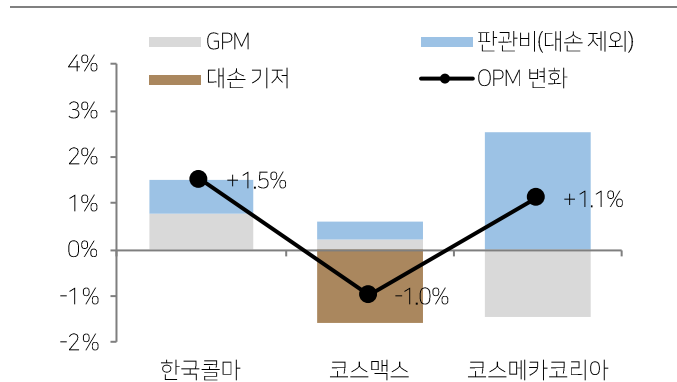
- 선케어·기초 매출 증가의 레버리지는 감가상각비보다 판관비와 제조 인건비에서 발생. 원부재료 비중 53~58%, 감가상각비 1~2%인 ODM 구조상 물량을 기존 인력과 판관비가 흡수하는 생산성 개선이 마진의 핵심
- 한국콜마는 지주사 지급수수료 부담이 크게 늘지 않은 가운데 원가와 판관비가 동시 개선. 기존 인력의 매출 기여 확대와 자동화 수준이 높은 세종 신공장을 통한 중장기 생산성 개선 경로
- 코스메카코리아는 판관비 레버리지에도 외주 부담이 원가 개선 제약. 신공장을 통한 외주 물량의 자사 생산 전환이 수율·제조원가 개선으로 이어질 가능성. 다만 가동 시점과 원부재료율의 낮은 추적 가능성
- 코스맥스는 대손 기저를 제외하면 판관비를 개선에도 지주사 관련 매입·기타비용의 효율화가 제한적인 구조. 따라서 비용 효율화보다 Hero SKU 회복과 외형 성장을 통한 이익 개선 가능성
- 산술적 개선폭보다 개선 요인의 통제·추적 가능성을 우선하는 투자 판단. 생산성 개선을 통한 영업 레버리지와 세종 신공장을 통한 중장기 개선 경로가 가장 명확한 한국콜마의 상대 우위. 3Q26E 연결 매출액 추정치 상향을 반영한 적정주가 19만원 상향, BUY 유지

3사 별도 영업이익률 추이 (2020~2026E)



Source: 다올투자증권

2Q26 OPM 변화 — 같은 성장, 다른 비용 통제력



Source: 다올투자증권

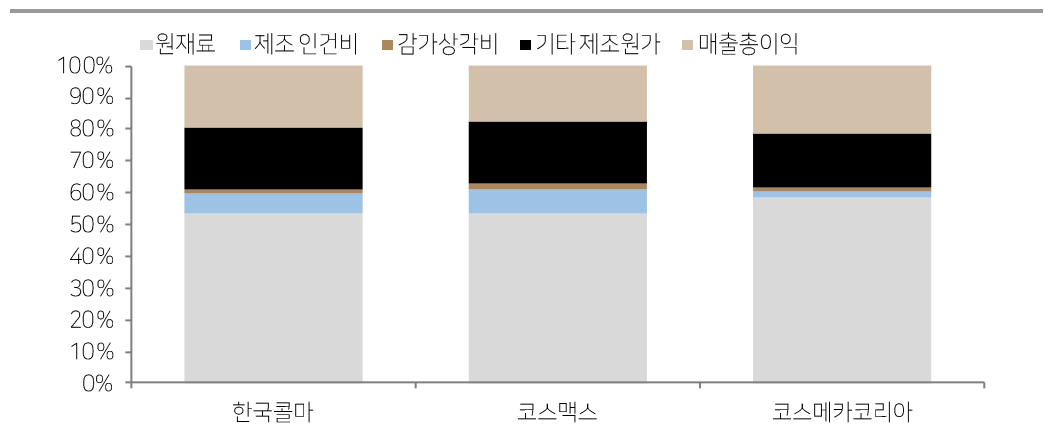
I. 마진 레버리지의 세 가지 축

I-1. ODM 마진 구성

ODM 마진은 가동률보다 원부재료율·생산성·제품 믹스의 조합으로 결정된다. 화장품 ODM은 공장을 보유한 제조업이지만 전형적인 장치산업과는 비용 구조가 다르다. 제품 한 개를 추가 생산할 때 내용물 원료뿐 아니라 용기·펌프·라벨·단상자 등 부자재도 함께 투입된다.

FY2025 기준 주요 3사의 원부재료비는 매출의 53~58%를 차지하지만 감가상각비는 유형·사용권·무형을 합쳐도 2% 안팎이다. 따라서 선케어·기초 물량 증가의 레버리지는 감가상각비 희석보다 판관비율과 제조 인건비율 하락에서 크게 나타난다.

Fig. 1: ODM 3사 비용 구조(2025년 별도 기준)



Source: 금융감독원 전자공시, 다올투자증권

ODM 생산 구조를 단순화하면, 과거 대형 브랜드 중심의 장기 생산 Lot에서는 가동률 상승과 고정비 희석이 마진 개선의 핵심이었다. K-인디 확산 이후 고객사와 SKU가 늘고 다품종·소량 생산이 확대되면서, 생산 전환과 포장, 수율, 조달 복잡도가 단위당 원가에 미치는 영향이 커졌다.

2025년까지는 판관비 희석 효과가 상당 부분 반영돼, 추가 마진 개선의 핵심을 ASP와 원부재료율, 인당매출로 판단했다. 그러나 2025년 4분기 이후 한국콜마와 코스메카코리아의 판관비율이 다시 낮아지며 기존 전제와 다른 흐름이 나타났다. 이하에서는 비용 탄력성, 생산성, 원부재료율 순으로 2026년의 변화를 점검한다.

I-2. 3사 OPM 5.5%p 격차 — 비용 탄력성으로 원인 분해

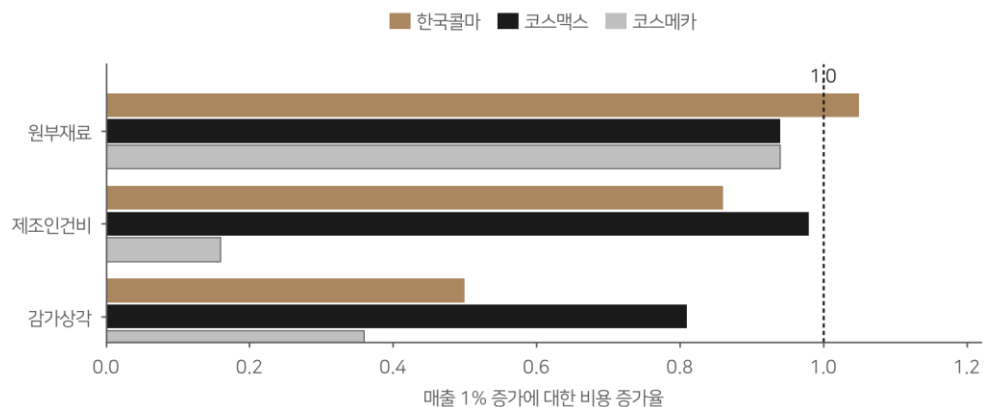
비용 탄력성으로 본
비용 구조

2Q26 영업이익률 5.5%p 격차는 감가상각비보다 원부재료와 판매비가 매출을 따라오는 속도에서 갈렸다. 이를 확인하기 위해 비용 탄력성을 사용했다. 비용 탄력성은 매출이 1% 증가할 때 해당 비용이 몇 % 증가하는지를 나타낸다. 1에 가까우면 비용을 하락이 제한적이고, 0에 가까울수록 비용 증가가 억제돼 레버리지 효과가 커진다.

2Q26 별도 영업이익률은 한국콜마 16.4%, 코스메카코리아 13.7%, 코스맥스 10.9%로 최대 5.5%p의 격차가 발생했다. DART 별도 재무제표의 비용 성격별 분류 주석을 활용해 매출 1% 증가 시 각 비용의 증가율을 산출했다. 해당 주석은 사업보고서에만 공시돼 관측 주기는 연간이며, 표본도 한국콜마 6개년, 코스맥스 8개년, 코스메카코리아 4개년에 그친다. 탄력성이 1보다 낮을수록 증분 매출이 이익으로 남고, 1에 가까울수록 레버리지 효과는 제한적이다.

감가상각비 탄력성은 0.36~0.81로 3사 모두 고정비 희석 효과가 확인된다. 반면 원부재료비 탄력성은 0.94~1.05로 매출 증가율과 유사하다. ODM 매출의 53~58%를 원부재료가 차지해 비용의 절반 이상에서는 고정비 레버리지가 제한적이다. 탄력성이 1을 밑돌면 구매 단가 하락 등 규모의 경제 가능성을 시사한다. 코스맥스와 코스메카코리아는 0.94였고, 한국콜마는 1.05로 관련 효과가 확인되지 않았다.

Fig. 2: 비용 탄력성 — 매출 1% 증가에 대한 비용 증가율



Source: 다올투자증권

마진 개선 요인은 세 가지로 구분했다. 고정비 희석(감가상각·고정비성 판매비), 생산성 개선(인당매출), 규모의 경제(원부재료 단가)다. 이하 순서대로 점검한다.

I-3. 고정비 레버리지 — 판관비 수렴 전제의 재검토

분기로 보면
8%대는 평균일 뿐

2026년 판관비율은 과거 한계(Marginal) 판관비율보다 낮은 수준을 기록하며, 영업이익 레버리지가 나타나고 있음을 보여준다. 한계 판관비율은 $\Delta\text{판관비} \div \Delta\text{매출}$ 로, 현재 판관비율보다 낮을 때 성장과 함께 판관비율을 낮춘다. 반대로 현재 판관비율보다 높으면 매출이 늘어도 판관비율은 상승한다.

과거 한계 판관비율($\Delta\text{판관비} \div \Delta\text{매출}$)을 연간으로 계산하면 3사 모두 8%대였다. 다만, 분기 기준 한계 판관비율은 한국콜마 -19.9~+28.0%, 코스맥스 -28.4~+43.8%, 코스메카코리아 +0.5~+22.2%로 분기별로 큰 변동성을 보인다.

2026년 들어 한국콜마와 코스메카코리아의 한계 판관비율은 낮아지고 있다. 증분 매출이 과거 한계 판관비율을 따랐다면 판관비율이 올랐어야 할 한국콜마는 6.5%에서 1H26 5.60%로 오히려 낮아졌다. 개선 여지를 +0.70%p로 봐 하한을 8.30%로 뒀던 코스메카코리아도 8.23%로 그 하한을 밑돌았다. 방향이 맞은 것은 코스맥스뿐이다.

Fig. 3: 현 판관비율과 과거 한계 판관비율 — 이론적 영향

(%, %p)

종목	현 판관비율	한계 판관비율	매출 +15% 시	한계 수렴 시
한국콜마	5.6	8.2	-0.34	-2.60
코스맥스	8.1	8.6	-0.07	-0.50
코스메카코리아	8.2	8.3	-0.01	-0.10

Note: 현 판관비율은 1H26 별도 실적, 한계 판관비율은 과거 연간 $\Delta\text{판관비} \div \Delta\text{매출}$ 이다. 뒤 두 열은 증분 매출에 한계 판관비율이 그대로 적용된다고 했을 때의 영업이익률 영향(%p)으로, 매출이 15% 늘었을 때와 판관비율이 한계까지 수렴했을 때를 나눠 봤다. 3사 모두 현 판관비율이 한계를 밑돌아 이론상으로는 상승 압력이지만, 1H26 실현치는 이 전제를 벗어났다 — 본문 I-3 참조.

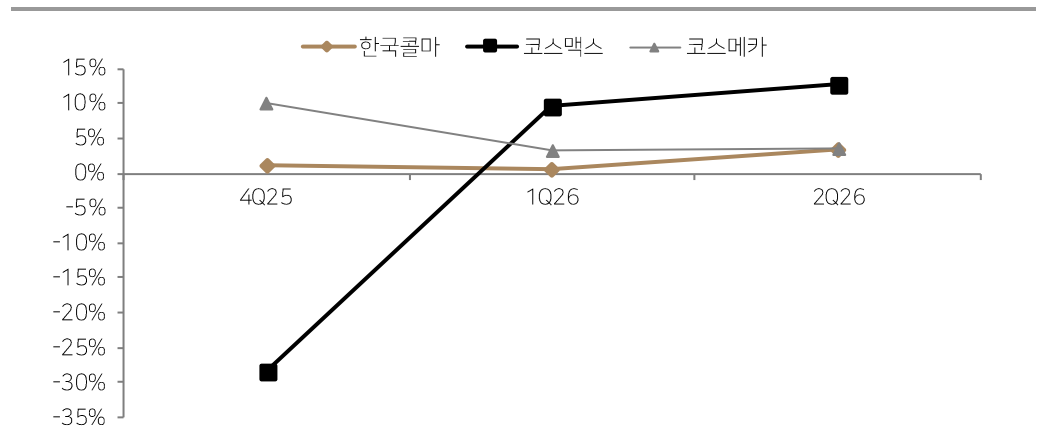
Source: 금융감독원 전자공시, 다올투자증권

이탈은 한 번에 그치지 않는다. 한국콜마의 분기 한계 판관비율은 2025년 4분기 1.1%, 2026년 1분기 0.6%, 2분기 3.3%로 세 분기 연속 낮았다. 코스메카코리아도 2026년 1분기 3.4%, 2분기 3.6%로 두 분기 연속이다. 판관비율은 각각 6.56%에서 5.60%, 11.73%에서 8.23%로 내려갔다. 반면 코스맥스는 9.6%와 12.9%로 과거 수준을 웃돈다.

한국콜마와 코스메카코리아의 판관비율 하락은 고정비성 비용 증가가 매출 증가를 크게 밑돈 영향이다. 코스메카코리아의 1H26 판관비 항목별 탄력성은 인건비성 0.15, 연구개발비 0.14, 지급수수료 0.11이다. 다만 채용이 매출 증가에 후행한 결과일 가능성은 남는다. 향후 매출 증가율과 인력 증가율의 격차가 유지되는지 확인이 필요하다.

Fig. 4: 한계 판관비율 추이

(%)

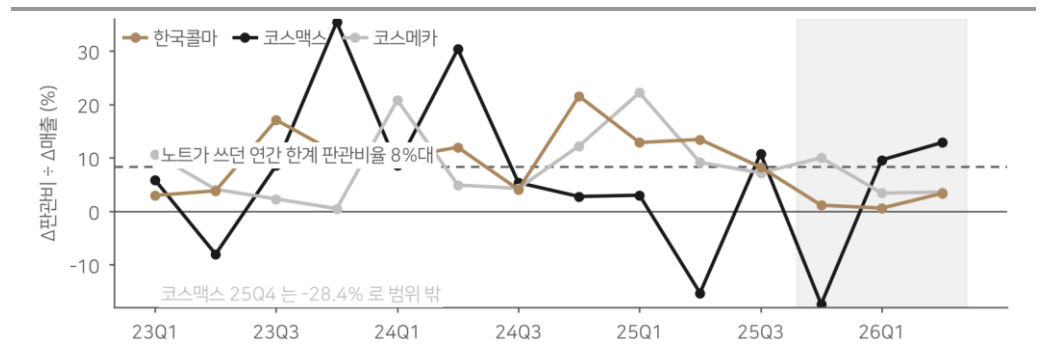


Note: Δ 판관비 $\div\Delta$ 매출

Source: 금융감독원 전자공시, 다올투자증권

Fig. 5: 분기 한계 판관비율 - 8%대는 평균일 뿐

(%)



Note: Δ 판관비 $\div\Delta$ 매출, 전년 동기 대비. 매출 증가율 2% 미만 분기는 분모가 작아 비웠다. 파선은 노트가 쓰던 연간 한계 판관비율 8.2~8.6%, 음영은 한국콜마 25Q4·코스메카·코스맥스 26Q1 이후 이탈 구간이다. 2Q26 실현치는 한국콜마 3.3%, 코스메카·코스맥스 3.6%, 코스맥스 12.9%. 전 구간 범위는 한국콜마 -19.9~+28.0%, 코스맥스 -28.4~+43.8%, 코스메카·코스맥스 +0.5~+22.2%. Source: 금융감독원 전자공시, 다올투자증권

감가상각비는 탄력성이 낮지만 유형·사용권·무형을 합쳐도 매출 대비 1.7~2.5%로 절대 규모가 작아 영업이익률 기여가 제한적이다. 별도 현금흐름 주석으로 분기까지 확인해도 결론은 같다. 판관비는 다르다. 수렴 수준을 상수로 두기보다 분기마다 실현치를 확인하는 편이 낫다고 판단한다. 다만 세 분기 관측으로 추정을 바꾸기에는 일러 기본 추정에는 반영하지 않았다.

I-4. 생산성 레버리지 — 인당매출 개선 여부가 핵심

6년 정체 이후
1H26 인당매출 +32%

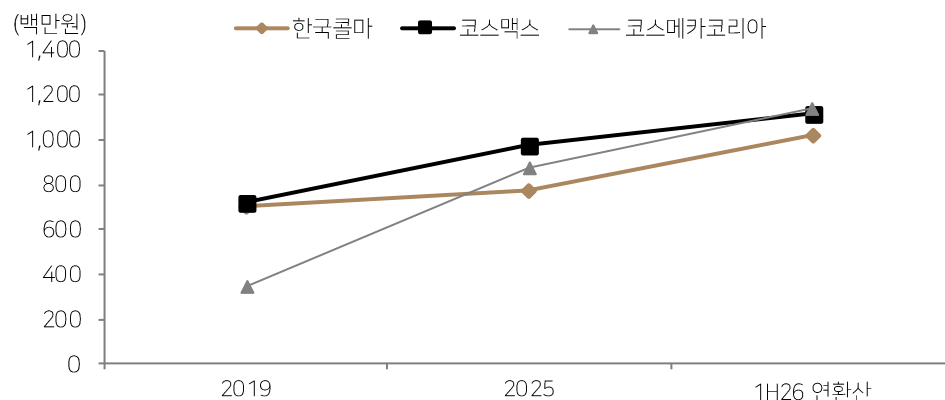
선케어·기초 매출 증가의 레버리지는 감가상각비보다 인당매출, 제조 인건비율과 판매비율에서 나타난다. 2Q26에는 3사 모두 인당매출이 개선됐지만, 마진 관점에서 가장 중요한 변화는 한국콜마의 반등이다. 기존 인력과 판매비로 더 많은 주문을 처리하면 인당매출이 높아지고 인건비율과 판매비율은 낮아진다. 따라서 인당매출은 ODM의 생산성 개선을 확인하는 핵심 지표다.

1H26에는 세 회사 모두 매출 증가율이 인력 증가율을 웃돌았다. 매출 증가율÷인력 증가율은 한국콜마 2.4배, 코스맥스 2.6배, 코스메카코리아 4.2배다. 다만 2Q26 단독 기준으로는 각각 2.7배, 3.0배, 2.5배로 격차가 줄었고, 코스메카코리아의 둔화가 가장 두드러진다.

코스메카코리아의 인당매출은 2019년 348백만원에서 2025년 873백만원으로 CAGR 16.6% 증가했고, 직원급여/매출은 11.6%에서 6.9%로 하락했다. 다만 개선 폭의 상당 부분은 2023년 인력 감축과 외주 확대 영향이다. 직원 수가 552명(1Q23)에서 431명(3Q23)으로 감소하면서 인당매출 증가율은 다섯 분기 연속 +28~44%를 기록했다. 2026년에는 인력을 다시 늘리고 있어(2Q26 +25.5%) 과거와 같은 속도의 개선을 기대하기는 어렵다.

코스맥스는 인당매출 CAGR 5.1%보다 인당급여 CAGR 6.5%가 높아 직원급여/매출이 7.4%에서 8.0%로 상승했다. 한국콜마는 인당매출 CAGR 1.6%로 6년간 사실상 정체됐다. 6년 시계열로 보면 인당매출 개선은 3사 공통 현상이 아니었다.

Fig. 6: 인당매출액 추이



Source: 다올투자증권

한국콜마는 1H26 연환산 기준 인당매출이 1,021백만원으로 FY2025 774백만원 대비 32% 증가했다. 반기 기준 인당매출 증가율은 24Q4·25Q2·25Q4 세 차례 연속 감소한 뒤 2Q26 +17.5%로 반등했고, 직원 수도 1,542명(4Q25)에서 1,515명(2Q26)으로 감소했다. 선제적으로 늘린 인력을 매출 성장으로 소화하기 시작한 것으로 판단한다. 이 흐름이 이어지면 추가 마진 개선의 핵심 생산성 요인이 된다.

I-5. 규모의 경제 — 원부재료 단가와 제품 믹스

마진 변동의 핵심은
원부재료율

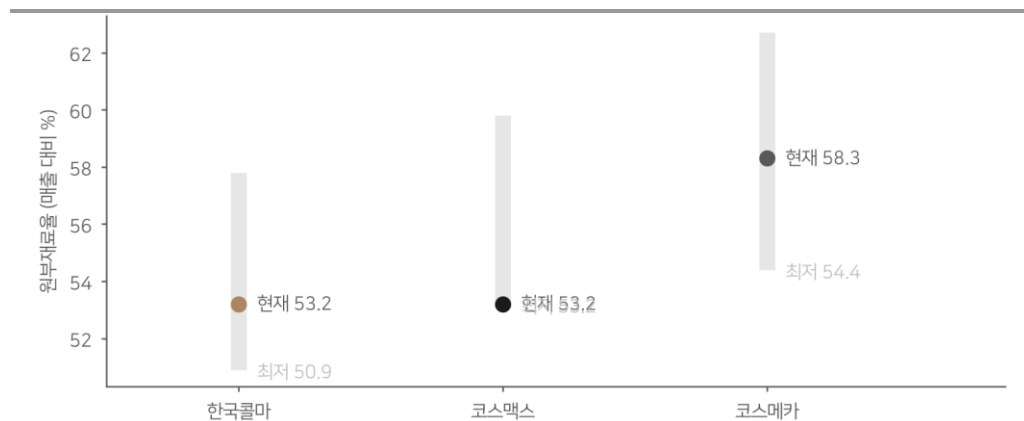
추가 마진의 상단은 가동률보다 원부재료율과 제품 믹스가 결정한다. 원부재료비는 매출과 함께 증가하는 변동비여서 매출 증가만으로 비율이 낮아지지 않는다. 구매량 확대에 따른 조달 단가 하락, 생산 수율 개선, 부자재 구성 변화, 고단가 SKU 비중 확대가 실제로 나타나야 한다.

원부재료율의 과거 변동폭은 3사 모두 6.5~8.4%p로 컸다. 연간 변동폭의 표준편차도 1.7~2.4%p로 제조인건비 0.3~0.9%p, 감가상각비 0.2~0.3%p를 크게 웃돈다.

과거 최저치로 회귀한다고 가정할 경우 영업이익률의 산술적 개선 여지는 코스메카코리아 +3.9%p, 한국콜마 +2.3%p다. 코스맥스는 현재 원부재료율이 과거 최저치(53.2%)와 동일해 추가 여지가 없다. 다만 회사별 계정 범위가 달라 절대 수준의 횡비교보다는 각사 시계열을 기준으로 해석하는 것이 적절하다.

Fig. 7: 원부재료율 — 과거 시계열 밴드와 현재 위치

(%)



Source: 다올투자증권

원부재료율과 함께 봐야 할 변수는 ASP다. 3사는 사업보고서와 분기보고서에 주요 제품의 판매 단가를 공시한다. FY2025 대비 1H26 평균 ASP는 한국콜마 -9.0%, 코스맥스 -3.5%, 코스메카코리아 -3.0%로 모두 하락했다.

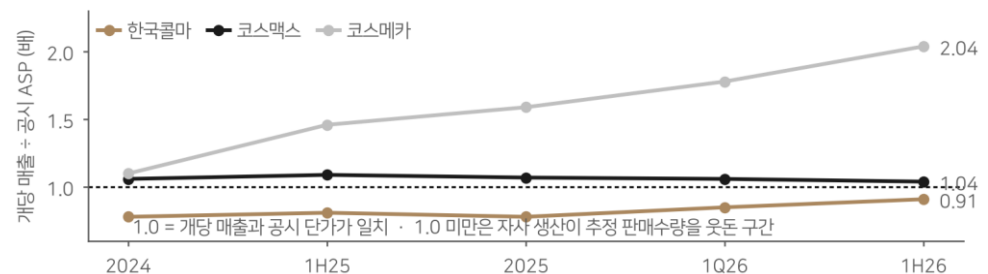
배율은 3사 모두 계산되지만 외주 규모가 산출되는 것은 코스메카코리아뿐이다. 한국콜마는 배율이 0.78에서 0.91로 오르는 동안에도 1을 밀돌아 외주 물량이 수량으로 잡히지 않는다. 재고 증가나 견본·반제품이 생산실적에 포함된 영향이 겹친 것으로 판단한다. 코스맥스는 1.06에서 1.04로 거의 변하지 않아 개당 매출 -6.4%와 공시 ASP -3.5%의 방향이 같고 물량 중심 성장이 확인된다. 두 회사는 외주가 논점이 아니다.

코스메카코리아는 개당 매출이 +24.7%로 계산되지만 공시 ASP는 -3.0%다. 개당 매출÷공시 ASP 배율은 2024년 1.10에서 1H26 2.04로 확대됐다. 배율 상승분을 수량으로 환산해 연결 영업부문 주석의 내부거래 제거액과 대사하면 시점이 갈린다. 2024년은 외주 추정 매출환산 293억과 내부거래 제거 290억이 사실상 일치해 대부분 그룹 내 거래로 설명된다. 반면 2025년은 1,633억 대비 581억, 1H26은 1,637억 대비 302억으로 설명되지 않는 부분이 커졌다. 제거액이 양방향 합계인 점을 감안하면 이는 상한이며, 2025년부터 그룹 밖 외주가 확대된 것으로 판단한다.

연결 생산으로 분모를 넓혀도 배율은 1.16에서 1.65로 올라 방향이 같고, 성격별 주석의 외주가공비도 매출 대비 11.3%(2024)에서 13.3%(2025)로 상승했다. 외주 효과와 단가 변화를 분리하기 어려워 개당 매출을 ASP 지표로 사용하지 않았다. 외주 물량은 자사 생산 대비 수익성이 낮다(당사 미팅 기준). 외주처의 수율이 자사 공장보다 낮은 점이 원인으로 판단한다.

Fig. 8: 개당 매출/공시 ASP 배율 추이

(배)



Note: 개당 매출은 별도 매출÷자사 생산수량이므로 외주 물량이 늘면 배율이 상승한다. 코스메카코리아는 2024년 배율 상승분이 연결 내부거래 제거액과 거의 일치해 대부분 그룹 내 거래이며, 그룹 밖 외주는 2025년부터 확대됐다. 내부거래 제거액은 연결 영업부문 주석으로 FY2024·FY2025·1H26 만 확인된다.

Source: 금융감독원 전자공시, 다올투자증권

뒤집으면 외주를 자사 생산으로 되돌리는 국면이 개선 구간이다. 2026년 6월 양수를 결정한 청주공장이 그 경로다. 양수기준일이 2026년 12월 24일이라 실제 가동은 2027년으로 본다. 다만 가동 시점과 증설 폭은 공시로 확인되지 않아 기본 추정에는 반영하지 않았다. 한편 공시만으로는 원부재료를 변동 요인을 조달 단가, 부자재 구성, 수율 등으로 나눠 확인하기 어렵다. 따라서 원부재료 탄력성 0.94를 규모의 경제로 단정하기보다는 관련 가능성을 보여주는 지표로 해석했다.

Fig. 9: 물량·매출·단가 — FY2025 → 1H26

(%)

종목	생산량	매출	공시 ASP	개당 매출	해석
한국콜마	+22.8	+29.7	-9.0	+5.6	공시 기준 단가 하락 — 개당 매출과 반대
코스맥스	+31.8	+23.4	-3.5	-6.4	방향 일치 — 물량 중심 성장
코스메카코리아	+16.6	+45.4	-3.0	+24.7	외주 비중 커 개당 매출 해석 불가

Note: 생산량·매출은 1H26 연환산. 공시 ASP 는 '주요 제품 등의 가격변동추이' 수량가중 평균이며 누적 기간 기준. 개당 매출은 별도 매출÷자사 생산수량. Source: 금융감독원 전자공시, 다올투자증권

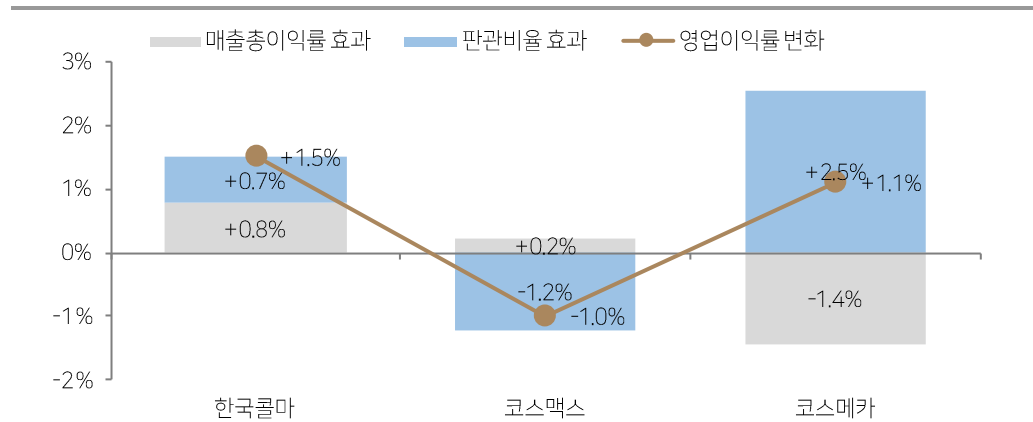
I-6. 종합 — 비용 통제권과 생산성의 차이

2Q26은 외형 성장보다 비용 통제권과 생산성 전환 여부가 마진 격차를 만들었음을 보여줬다. 한국콜마는 매출총이익률 +0.8%p와 판관비율 -0.7%p가 겹쳐 영업이익률이 1.5%p 개선됐다. 코스메카코리아는 매출총이익률 -1.4%p를 판관비율 -2.5%p로 상쇄해 영업이익률이 1.1%p 상승했다. 코스맥스는 대손 환입 기저 1.6%p를 제외하면 판관비율이 0.4%p 개선됐지만 지주사 관련 비용의 효율화는 확인되지 않았다. 같은 물량 성장이라도 생산성 개선분이 영업회사에 남는지가 회사별 격차를 만든 구조다.

추정의 정확도를 좌우하는 변수는 여전히 매출총이익률이다. 한계 판관비율의 추정 표준편차는 5.7~18.2인 반면, 증분 매출이 매출총이익으로 전환되는 비율의 표준편차는 22.1~28.2로 더 크다. 다만 투자 판단은 산술적 개선폭보다 개선 요인의 통제·추적 가능성을 우선한다. 한국콜마는 인당매출 반등과 판관비 개선을 분기·반기마다 확인할 수 있고, 코스메카코리아는 신공장을 통한 외주 회수 경로가 있으나 원부재료를 확인은 연 1회로 제한된다. 코스맥스는 지주사 비용 효율화의 가시성이 낮아 Hero SKU 회복과 외형 성장을 통한 이익 개선이 현실적인 경로다. 낮은 판관비 실현치가 3Q26에도 유지되면 가정을 낮출 수 있으나 아직 기본 추정에는 반영하지 않았다.

Fig. 10: 2Q26 별도 영업이익률 변화 요약

(%p)



Source: 다올투자증권

Fig. 11: 3사 별도 손익 요약

(십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E
한국콜마 매출액	274.3	328.1	322.0	268.3	343.0	430.4	435.4	388.0	1,192.8	1,596.8
한국콜마 영업이익	33.9	49.0	44.3	22.3	51.2	70.8	67.0	46.6	149.5	235.6
한국콜마 OPM(%)	12.4	14.9	13.8	8.3	14.9	16.4	15.4	12.0	12.5	14.8
코스맥스 매출액	362.8	420.5	383.5	359.7	423.2	518.4	521.1	405.5	1,526.4	1,868.3
코스맥스 영업이익	34.3	49.9	34.3	36.0	38.0	56.4	56.8	38.5	154.6	189.7
코스맥스 OPM(%)	9.4	11.9	9.0	10.0	9.0	10.9	10.9	9.5	10.1	10.2
코스메카 매출액	74.3	110.0	129.8	127.3	142.2	178.8	177.9	158.3	441.5	657.2
코스메카 영업이익	8.0	13.8	14.5	11.7	17.8	24.5	23.1	20.4	48.1	85.7
코스메카 OPM(%)	10.8	12.6	11.2	9.2	12.5	13.7	13.0	12.9	10.9	13.0

Source: 다올투자증권

II. 기업별 수익성 점검

II-1. 한국콜마 — 단기 선케어, 중장기 인당매출

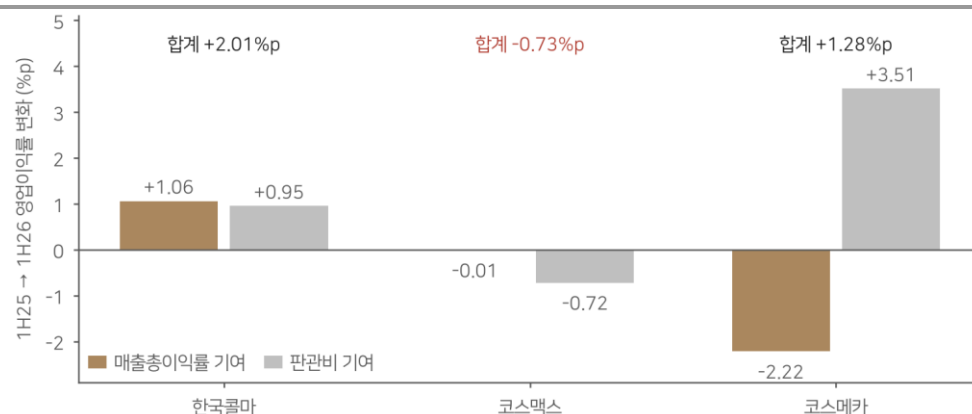
3사 중 유일하게 수익성
개선 추세 지속

한국콜마는 2Q26에도 3사 중 가장 질 좋은 마진 개선을 기록했다. 별도 영업이익률은 16.4%로 전년 동기 대비 1.5%p 상승했고, 매출총이익률 +0.8%p와 판관비율 -0.7%p가 동시에 기여했다. 지주사 지급수수료 부담도 크게 늘지 않아 생산성 개선분이 영업회사 실적에 남았다. 제조 인건비 추정 비중은 0.5%p 낮아졌고, 1H26 실현 한계 판관비율도 2.2%로 과거 지출 행태보다 낮다.

1H26 영업이익률은 2.01%p 상승했다. 매출총이익률 개선이 1.06%p, 판관비율 하락이 0.95%p 기여했다. 원가와 판관비가 동시에 개선된 곳은 3사 중 한국콜마뿐이다. 매출원가는 세 갈래로 나뉜다. 직원 급여총액에서 판관비 급여성을 뺀 제조 인건비가 매출 대비 7.99%에서 7.34%로 0.65%p, 별도 현금흐름 주석의 감가에서 판관비 몫을 뺀 제조 감가가 1.22%에서 1.08%로 0.14%p 낮아졌고, 나머지 원부재료와 기타 제조경비가 0.27%p 개선됐다. 인건비가 매출총이익률 개선폭의 62%로 가장 크다.

Fig. 12: 1H25 → 1H26 영업이익률 변화 분해 · 별도

(%p)



Note: 제조 인건비는 직원 현황의 급여총액에서 판관비 명세의 급여성 비용을 뺀 값이다. 급여총액은 지급 기준이라 성격별 주석의 발생 기준과 차이가 있어 2023~2025년 실적 배율 0.849로 환산했다. 2023·2024년 배율로 2025년을 예측하면 추정 79.2십억원 대 실적 78.9십억원으로 오차 0.4%다. 제조 감가는 별도 현금흐름 주석의 감가 3종(유형·사용권·무형)에서 판관비 명세의 같은 항목을 뺀 값이며, FY2025 주석 합계가 성격별 주석과 일치해 환산이 없다. Source: 금융감독원 전자공시, 다올투자증권

단기 변수는 선행·기초 제품 믹스, 중장기 변수는 인당매출이다. 1H26 공시 평균판매가격은 2,854원으로 FY2025 3,135원 대비 9.0% 낮았고, 2Q26은 2,634원으로 1Q26 3,148원 대비 16.3% 하락했다.

매출이 가장 크게 증가한 분기에 단가가 하락한 만큼 1H26 마진 개선은 단가보다 물량과 생산성의 영향이 컸던 것으로 판단한다. 원부재료율이 현재 53.2%에서 과거 최저치 50.9%로 하락하면 산술상 영업이익률 +2.3%p의 여지가 있다. 다만 기준연도인 2021년 매출 규모가 현재의 절반 수준이고 재료비 탄력성도 1.05로 3사 중 유일하게 1을 웃돈다. 따라서 원부재료율의 단순 평균회귀는 기본 추정에 반영하지 않았다.

중장기 생산성 변수는 세종 신공장이다. 2023년 착공했으며 가동 예정 시점은 2027년 하반기(당사 미팅 기준). AI 기반 공정 최적화로 불량률이 낮은 공정을 품목별로 표준화하는 설비가 적용돼 수율 개선도 함께 기대된다(회사 발표 기준). 자사 생산능력은 이미 2023년 대비 2025년 69% 확대됐다. 신공장의 핵심 기여는 감가상각비 회석이 아니라 자동화와 수율 개선을 통한 제조 인건비 생산성 향상이다. 증설 규모가 공시로 확인되지 않고 가동 시점도 추정 기간 밖이라 기본 추정에는 반영하지 않았다.

Fig. 13: 한국콜마 인력과 인당매출 · 반기

(명, 백만원, %)

구분	2Q23	4Q23	2Q24	4Q24	2Q25	4Q25	2Q26
직원 수	1,073	1,110	1,181	1,304	1,357	1,542	1,515
직원 수 YoY	+11.3	+10.7	+10.1	+17.5	+14.9	+18.3	+11.6
인당매출	237	193	251	185	242	174	284
인당매출 YoY	+11.1	+18.2	+6.1	-4.3	-3.8	-5.9	+17.5

Note: 한국콜마는 반기·사업보고서에만 직원 현황을 공시해 2Q·4Q 만 잡힌다. 인당매출은 분기 매출÷기말 직원 수로 계절성이 있어 전년 동기 대비로 읽는다.

Source: 금융감독원 전자공시, 다올투자증권

2026년 별도 영업이익률은 14.8%로 2020년 8.3% 이후 6년 연속 개선 경로에 있다. 3사 중 수익성 개선 추세가 가장 뚜렷하다. 3Q26E 연결 기준 매출액 8,655억원, 영업이익 922억원을 전망하며, 추정치 상향을 반영해 적정주가를 19만원으로 상향한다.

Fig. 14: 한국콜마 별도 비용 구조 — 매출 대비 비중

(%)

한국콜마	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2023	2024	2025	2026E
매출원가 원부재료	54.5%	54.5%	54.5%	54.5%	54.2%	54.2%	54.2%	54.2%	55.3%	53.7%	54.5%	54.2%
매출원가 인건비	6.5%	6.2%	4.6%	3.2%	6.1%	5.7%	5.7%	4.7%	6.7%	6.0%	6.6%	5.5%
매출원가 감가상각비	1.3%	1.2%	1.2%	1.5%	1.2%	1.0%	0.7%	1.0%	1.4%	1.2%	1.3%	1.0%
매출원가 기타	18.6%	16.7%	19.1%	23.7%	18.1%	17.0%	17.9%	21.3%	21.0%	20.7%	17.9%	18.5%
GPM	19.1%	21.3%	20.6%	17.0%	20.4%	22.1%	21.5%	18.8%	15.6%	18.4%	19.6%	20.8%
판관비 인건비	2.7%	3.1%	2.6%	4.0%	2.4%	2.8%	2.3%	3.0%	3.0%	3.1%	3.1%	2.6%
판관비 감가상각비	0.6%	0.5%	0.5%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.6%	0.5%	0.4%
판관비 지급수수료	2.0%	1.9%	2.3%	2.4%	1.5%	1.6%	2.0%	2.1%	1.8%	2.0%	2.1%	1.8%
판관비 기타	1.4%	0.9%	1.4%	1.8%	1.2%	1.0%	1.4%	1.4%	1.0%	1.2%	1.3%	1.2%
OPM	12.4%	14.9%	13.8%	8.3%	14.9%	16.4%	15.4%	12.0%	9.3%	11.5%	12.5%	14.8%

Source: 다올투자증권

3Q26E 별도 영업이익률을 15.4%로 전망한다. 별도 기준 1H26 동사의 인건비(임직원 급여 총액)은 652억원으로 1H26 기준 매출액 비중 8.4%를 차지한다. 그 중 판관비성 2.6%를 제외하면 동사의 제조원가 인건비 비중은 약 5.8%를 차지한다.

이는 전년 동기 6.3% 대비 -0.5%p 절감된 수치로 동사의 영업이익 레버리지가 감가상각비가 아닌 인건비에서의 생산성 향상에서도 나타나고 있음을 보여준다. 또한, 2Q26 실적 발표 컨퍼런스 당시, 3Q26E 동사의 한국법인 매출액 가이드스가 4,300억원 수준이었으며 8/21일 수출 데이터까지 기초 수출 동향이 양호하다는 점을 감안하여, 매출액과 영업이익 추정치를 소폭 상향한다. 또한, 2026E EPS에서 12M Fwd EPS로 적정주가 기준 EPS를 변경하여 적정 주가를 19만원으로 상향 조정한다.

Fig. 15: 한국콜마 Valuation

PER Valuation	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	12M Fwd
EPS(원)	-961	227	3,816	5,299	8,617	10,368	9,657
YOY	-161%	-124%	1582%	39%	63%	20%	
적정 PER(배)							20.0
적정주가(원)							193,140
적정주가(원)							190,000
증가(원)							161,700
상승여력							18%

Source: 다올투자증권

Fig. 16: 한국콜마 연결 손익 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	653.1	730.8	683.0	655.5	728.0	861.3	865.5	835.7	2,722.4	3,290.5	3,690.7
YoY(%)	14%	11%	9%	11%	11%	18%	27%	27%	11%	21%	12%
한국	274.3	328.1	322.0	268.3	343.0	430.4	435.4	388.0	1,192.7	1,596.8	1,858.2
중국	41.6	49.9	31.8	32.9	47.3	57.9	52.5	48.9	156.2	206.6	237.8
미국	21.7	18.4	8.1	6.7	13.4	17.8	17.4	20.3	54.9	68.9	89.9
캐나다	8.7	10.0	9.2	8.0	8.4	9.2	10.2	7.0	35.9	34.7	35.8
HK 이노엔	247.4	263.1	260.8	291.9	258.7	267.2	278.5	302.1	1,063.2	1,106.5	1,173.8
연우	63.7	70.7	61.8	54.7	62.4	91.1	80.3	77.7	250.9	311.5	331.1
GP	190.3	210.5	195.3	195.3	207.8	249.3	251.4	244.0	791.4	952.5	1,083.5
YoY(%)	18%	9%	10%	17%	9%	18%	29%	25%	13%	20%	14%
GPM	29.1%	28.8%	28.6%	29.8%	28.5%	28.9%	29.0%	29.2%	29.1%	28.9%	29.4%
OP	59.9	73.5	58.3	47.8	78.9	110.3	92.2	82.4	239.6	363.9	436.0
YoY(%)	85%	2%	7%	36%	32%	50%	58%	72%	24%	52%	20%
OPM	9.2%	10.1%	8.5%	7.3%	10.8%	12.8%	10.7%	9.9%	8.8%	11.1%	11.8%
한국	33.9	49.0	44.3	22.3	51.2	70.8	67.0	46.6	149.5	235.6	277.6
중국	3.1	6.1	-1.6	-1.6	3.2	5.7	-1.0	3.3	6.0	11.2	15.0
미국	1.5	-0.2	-6.4	-8.3	-3.7	-1.4	-2.1	-1.0	-13.4	-8.2	-6.2
캐나다	-1.3	0.3	-1.3	-3.1	-1.7	-0.9	-1.0	-1.4	-5.4	-5.0	-5.2
HK 이노엔	25.4	19.5	25.9	40.1	33.2	30.0	29.9	35.2	110.9	128.3	148.4
연우	-1.0	0.8	-0.2	0.8	-0.3	7.0	1.7	2.1	0.4	10.5	15.8
판관비	130.3	137.1	137.0	147.5	128.9	139.0	159.2	161.6	551.9	588.7	647.5
인건비	36.3	40.1	37.4	42.7	38.5	43.6	46.7	53.5	156.6	182.3	209.4
지급수수료	32.7	33.0	34.8	39.5	24.9	28.9	38.7	47.6	140.0	140.1	167.8
광고선전비	11.6	14.3	14.1	10.5	12.0	14.7	15.2	14.0	50.5	55.9	62.9
유무형 감가	11.9	11.1	11.4	12.0	12.9	10.9	14.2	13.6	46.4	51.6	57.9
연구개발비	6.2	8.5	8.7	8.1	8.9	8.9	10.3	9.8	31.6	38.0	42.7
영업외손익	-27.5	-19.5	-4.1	23.2	-1.1	-13.0	-5.8	-4.4	-27.9	-24.3	-29.1
세전이익	32.4	54.0	54.2	71.1	77.8	97.4	86.4	78.0	211.7	339.6	407.0
NP	13.2	34.9	31.8	45.1	45.2	62.8	52.2	43.2	125.1	203.4	244.7
YoY(%)	109%	0%	107%	35%	241%	80%	64%	-4%	39%	63%	20%
NPM	2.0%	4.8%	4.7%	6.9%	6.2%	7.3%	6.0%	5.2%	4.6%	6.2%	6.6%

Source: 다올투자증권

II-2. 코스맥스 — 지주사 거래와 Hero SKU 회복

코스맥스는 대손 기저를 제외하면 판관비율이 개선됐지만, 지주사 관련 비용의 효율화가 확인되지 않아 상대적인 마진 개선폭이 제한적이다. 별도 영업이익률은 10.9%로 전년 동기 대비 1.0%p 낮아졌지만, 대손상각비율이 -1.0%에서 +0.6%로 1.6%p 악화됐다. 이를 제외한 판관비율은 7.4%에서 7.0%로 개선됐고, 매출총이익률도 0.2%p 상승했다.

판관비 항목별로 지급수수료/매출은 4.06%에서 4.01%로 하락했다. 증가한 항목은 대손상각비로 -0.43%에서 0.60%로 1.03%p 상승했다. 2025년 대손충당금 환입 기저 소멸 영향으로, 지급수수료 증가가 원인은 아니다.

같은 기간 지배기업 코스맥스비티아이 거래의 매입 및 기타비용 합계는 57.8십억원에서 113.7십억원으로 97% 증가했고, 매출 대비 비중은 7.38%에서 12.07%로 상승했다. 전체 특수관계자 거래도 105.6십억원에서 188.9십억원으로 79% 증가해 매출의 20.06%를 차지한다.

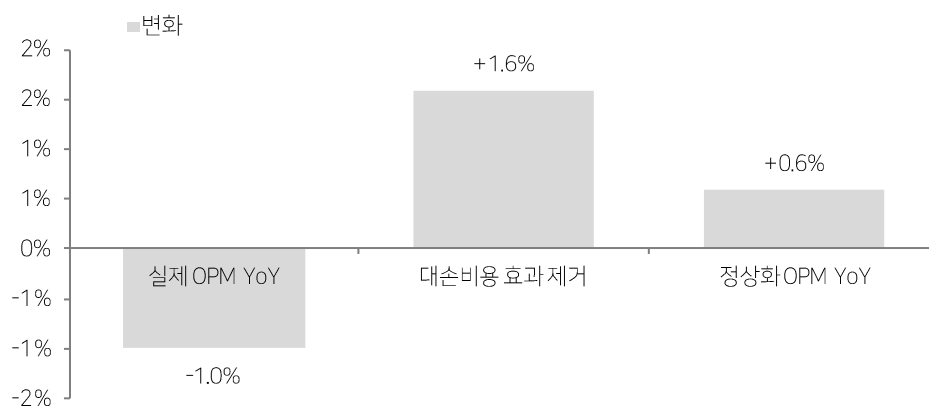
Fig. 17: 코스맥스 별도 · 특수관계자별 매입 + 기타비용

(십억원)

상대방	관계	1H25	1H26	증감	1H26 / 매출
코스맥스비티아이	지배기업	57.8	113.7	+97%	12.07
코스맥스네오	종속기업	24.3	29.8	+23%	3.16
씨엠테크	종속기업	9.9	11.6	+17%	1.23
전체 특수관계자		105.6	188.9	+79%	20.06

Source: 다올투자증권

Fig. 18: 코스맥스 OPM 대손 비용 효과 제거 시, OPM 개선



Source: 다올투자증권

지주사 사업 구조의 차이를 감안해도 비용 효율화 여부는 핵심 점검 변수다. 코스맥스비티아는 원료 구매 대행과 마스크팩 제조를 병행하는 사업지주사다. FY2025 코스맥스의 비티아 이 지급액은 매출의 8.06%로, 상표권 라이선스업 중심인 콜마홀딩스 1.86%보다 높다. 공시만으로는 해당 거래의 손익 계정과 구매대행 마진을 확인할 수 없고, 거래 증가가 별도 원가율 하락으로 이어졌다는 근거도 확인되지 않는다. 영업회사가 직접 통제하기 어려운 비용인 만큼 거래조건과 공급망 효율화 여부는 회사 확인이 필요하다.

대손 기저를 걷어낸 뒤 코스맥스의 실질 과제는 원부재료와 ASP, 지주사 관련 비용이다. 2Q26 원부재료율은 55.7%로 전년 동기 대비 2.6%p 상승했고, 제조 인건비율 -0.8%p와 기타 제조경비율 -1.9%p가 이를 상쇄해 매출총이익률은 0.2%p 개선에 그쳤다. 지주사 비용 효율화의 가시성이 낮은 만큼 비용을 하락보다는 Hero SKU 회복과 외형 성장을 통한 절대 이익 개선이 나타날 가능성이 높다.

Fig. 19: 코스맥스 물량·가동률·단가 · 분기

(천개, %, 원)

구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
생산량 (천개)	130,798	162,927	148,253	148,747	172,470	216,744
가동률 (%)	52.8	65.7	59.8	53.7	67.6	85.0
공시 ASP (원)	2,448	2,435	2,436	2,311	2,308	2,335
개당 매출 (원)	2,773	2,581	2,587	2,418	2,454	2,392

Note: 공시는 누적이라 분기값은 차분으로 환원. 가동률은 연간 생산능력을 기간 안분한 값이며 3교대 전제라 타사와 수준 비교는 불가. 개당 매출 = 별도 매출÷생산량.
Source: 금융감독원 전자공시, 다올투자증권

II-3. 코스메카코리아 — 원부재료 비중이 핵심

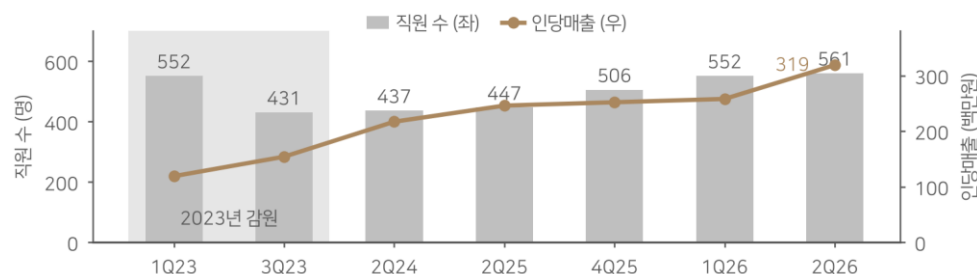
코스메카코리아의 2Q26 마진 개선은 원가가 아니라 판관비 레버리지로 전부 설명된다. 별도 영업이익률은 13.7%로 전년 동기 대비 1.1%p 상승했지만, 매출총이익률은 1.4%p 하락했다. 반면 판관비율은 매출 +62.6%에 힘입어 10.2%에서 7.7%로 2.5%p 낮아졌다. 현재는 외주 부담이 원가 개선을 제약하지만, 청주 신공장을 통한 외주 물량의 자사 생산 전환이 중장기 생산성 개선 경로다.

판관비율 하락 3.51%p의 대부분은 인건비성 비용 -1.78%p와 연구개발비 -1.19%p에서 발생했다. 두 항목의 금액은 각각 11%, 10% 증가했지만 같은 기간 매출이 74% 늘어 비용 증가율이 매출 증가율을 크게 밑돌았다. 따라서 매출 성장률이 낮아질 경우 판관비율이 다시 높아질 가능성은 열어둘 필요가 있다.

매출원가 안에서는 인건비와 감가가 모두 개선됐다. 직원 급여총액에서 판관비 급여성을 뺀 제조 인건비가 매출 대비 0.8%p, 별도 현금흐름 주석의 감가에서 판관비 몫을 뺀 제조 감가가 0.5%p 낮아졌다. 그럼에도 매출원가율이 2.2%p 오른 것은 원부재료와 기타 제조경비가 3.5%p 악화됐기 때문이다. I-5에서 확인한 외주가공비가 기타 제조경비에 포함된다. 판관비에서 확보한 개선분을 원가가 되돌린 구조다.

Fig. 20: 코스메카코리아 인력과 인당매출 · 분기

(명, 백만원, %)



Note: 2023년 인력 감축 구간(552 → 431명)과 2026년 재확대 구간을 함께 표시. Source: 금융감독원 전자공시, 다올투자증권

Fig. 21: 코스메카코리아 판관비 항목별 · 1H25 → 1H26

(십억원, %, %p)

항목	1H25	1H26	증감	매출 대비	매출 대비	변화
				1H25	1H26	
인건비성	9.1	10.2	+11%	4.94	3.16	-1.78
연구개발비	6.0	6.6	+10%	3.23	2.04	-1.19
지급수수료	2.5	2.7	+8%	1.36	0.85	-0.51
대손상각비	-0.4	1.0	흑전	-0.23	0.30	+0.53
기타(상각·물류 등)	4.4	6.0	+36%	2.43	1.88	-0.55
판관비 합계	21.6	26.4	+22%	11.73	8.23	-3.51

Note: 항목 합계는 별도 손익계산서 판관비와 일치. 급여 계정 표기가 기간별로 달라 인건비성으로 묶음. 같은 기간 매출 184.3 → 321.0십억원(+74%). 제조 인건비는 직원 현황 급여총액에서 판관비 급여성을 뺀 값이며, 코스메카코리아는 지급·발생 기준 환산 배율이 1.06~1.13으로 흔들리고 제조 인건비가 총 인건비의 35%에 그쳐 오차가 증폭된다. 검증 오차 -16.7%로 절대 수준은 쓰지 않고 변화만 인용했다. 제조 감가는 별도 현금흐름 주석 감가 3종에서 판관비 몫을 뺀 값으로 환산이 없다.
Source: 금융감독원 전자공시, 다올투자증권

반면 원부재료율은 현재 58.3%로 과거 최저치 54.4%보다 3.9%p 높아 3사 중 산술적 개선 여지가 가장 크다. 다만 이는 전망치가 아니라 가능한 범위다. 원부재료는 변동비이기 때문에 매출 성장만으로 비율이 낮아지지 않는다. 실제로 매출이 크게 성장하는 동안 원부재료율은 2019년 54.4%에서 2025년 58.3%로 오히려 상승했다. 조달 단가와 부자재 원가, 수율 개선 여부는 사업보고서 제조원가 주석을 통해 확인해야 하지만, 코스메카코리아는 관련 분기·반기 공시가 없어 점검 주기가 연 1회로 제한된다.

생산성 지표는 I-4에서 확인했듯 3사 중 가장 양호하지만, 개선 폭의 상당 부분은 2023년 인력 감축 영향이다. 2025년부터 확대된 외주도 겹친다. 외주 물량은 매출에 반영되지만 자사 인력은 늘리지 않아 인당매출을 높이므로, 개선분의 일부는 생산성이 아닌 산술 효과다. 2026년에는 인력을 다시 늘리고 있어 과거와 같은 속도의 개선을 전제하기 어렵다. 1교대 환산 가동률은 63.2%로 가장 낮아 추가 물량을 소화할 여력은 남아 있다. 향후 추가 수익성 개선의 핵심은 원부재료율이 실제로 낮아지는지 여부이며, 중장기 변수는 2026년 6월 양수를 결정한 청주공장이다.

충북 청주시 흥덕구 소재 공장의 토지·건물을 640억원에 인수했고 자산총액 대비 10.13% 규모다. 양수기준일은 2026년 12월 24일이며 취득 목적은 제조·연구개발 시설 확충이다. 스킨케어 중심에서 하이드로겔 마스크와 선케어, 헤어·보디케어로 카테고리를 넓히는 거점이다. 외주를 자사 생산으로 되돌리는 경로는 I-5에서 다뤘다. 자사 생산능력은 2023년 대비 2025년 19% 확대됐으며, 양수 시점은 공시됐으나 가동 시점과 증설 폭은 확인되지 않아 기본 추정에는 반영하지 않았다.

II-4. 비용 통제·추적 가능성 × 개선 여력

투자 판단의 우선순위는 산술적 개선 폭보다 개선 요인의 통제 가능성과 추적 가능성에 둔다. 한국콜마는 지주사 지급수수료 부담이 크게 늘지 않은 가운데 인당매출 반등을 반기마다 확인할 수 있어 가시성이 가장 높다. 코스메카코리아는 신공장을 통한 외주 회수와 원부재료를 하락에서 개선 폭이 가장 크지만 공시가 연 1회라 확인이 늦다. 코스맥스는 지주사 관련 비용을 영업회사가 직접 통제하기 어려워 상대적인 마진 개선폭이 제한적이며, Hero SKU 회복과 외형 성장이 이익 개선의 현실적인 경로다.

Fig. 22: ODM 3사 비교

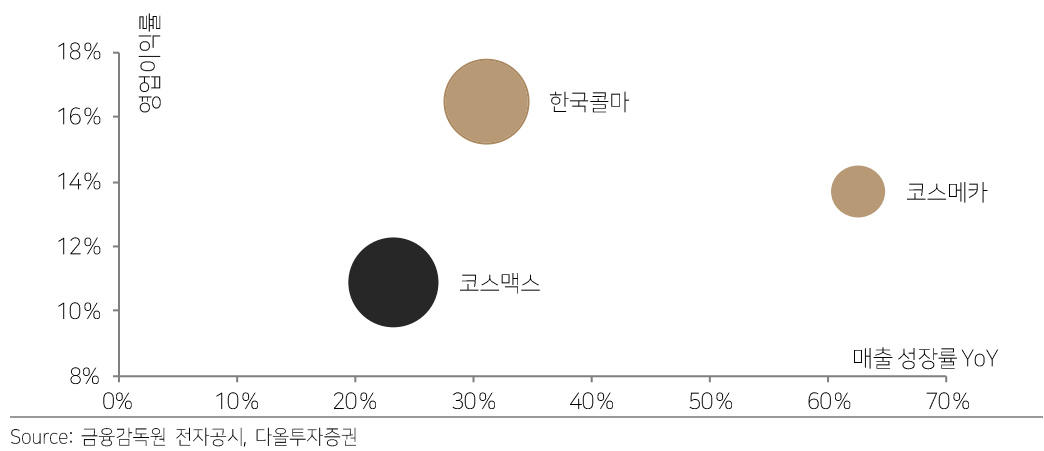


Fig. 23: 결론 요약 — 비용 통제·추적 가능성 × 개선 여력

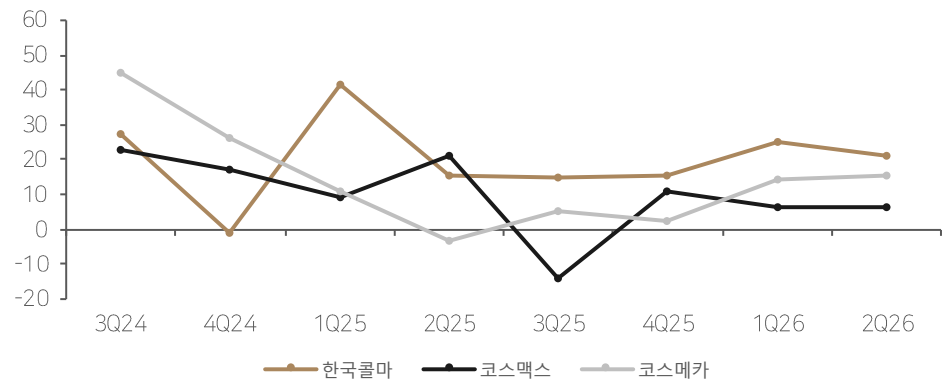
(십억원, %)

종목	핵심 변수	추적 가능성	개선 여력	크기	확인 지표
한국콜마	기존 인력의 매출 기여 확대	중간 — 인력 반기 공시	중상 — 2Q26 인력 감소·인당매출 반등으로 흡수 시작	+1.9%p	인당매출, 매출 증가율÷인력 증가율 (분기 공시)
코스메카코리아	원부재료를 하락, 외주의 자사 전환	낮음 — 성격별 분류가 연 1 회뿐이라 분기 확인 불가	높음 — 3.9%p 여지, 다만 1H26 원부재료·기타는 3.5%p 악화	+3.9%p	원부재료/매출, 외주가공비/매출 (사업보고서 제조원가 주석·연 1 회)
코스맥스	Hero SKU 회복	높음 — ASP 로 분기마다 확인	제한적 — 지주사 비용 효율화 가시성이 낮고 Hero SKU·외형 성장에 의존	—	공시 제품 단가, 분기 생산실적

Note: 크기는 조건부 산술치로 기본 추정에 반영하지 않았다. 한국콜마는 인력 동결·매출 +25%, 코스메카코리아는 원부재료를 과거 최저치 회귀를 가정했다. 코스맥스는 두 경로가 모두 닫혀 있어 수치를 두지 않았다. Source: 다올투자증권

Fig. 24: 분기 이익 전환율 — 늘어난 매출이 이익으로 남는 비율

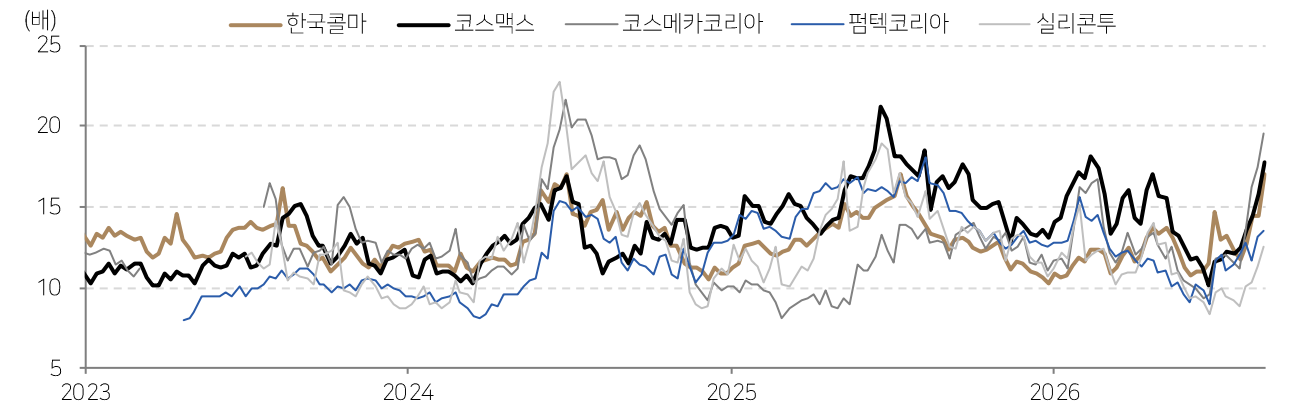
(%)



Note: $\Delta OP \div \Delta Rev$, 전년 동기 대비. 매출 증가 2% 미만 분기는 제외 · 본문 20.0% / 9.9% 는 같은 8분기 구간의 분기별 값 단순평균이며, 분기 합계 기준으로는 21.5% / 11.7%
 Source: 다올투자증권

다만, 화장품 ODM 3사 및 용기, 벤더사의 12M Fwd PER이 단기에 급등하여 12M Fwd PER 20배에 접근하고 있다. 2024년과 2025년 모두 해당 PER 배수가 20배에 접근하였을 때, 단기 고점을 기록했다는 점을 감안하면 단기 조정은 가능한 국면이다. 8/28일 종가 기준으로 코스메카코리아는 19.6배, 한국콜마는 17.0배, 코스맥스는 17.7배를 기록하고 있다. 다만 여전히 8/21일까지 기록했던 3Q26 QTD 수출이 견조하다는 점이 해당 고점과 실적 추정치를 모두 상향시킬 수 있는 요소로 작용 기대한다.

Fig. 25: 컨센서스 12M Fwd PER 추이



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 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: 93.5% HOLD: 6.5% 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

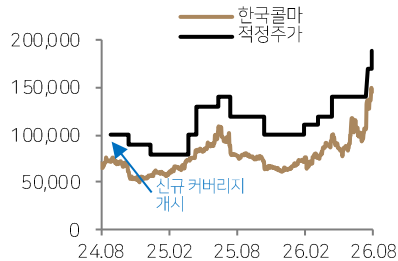
· Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우

· 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 개시	2024.09.25	2024.11.12	2025.01.09	2025.04.18	2025.05.12
투자자의견		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
투자자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	140,000원	120,000원	100,000원	110,000원	120,000원	140,000원
일자	2026.08.13	2026.08.31				
투자자의견	BUY	BUY				
적정주가	170,000원	190,000원				

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	96,820원	132,500원	-30.8	-5.4
2026.08.13	170,000원	138,444원	150,000원	-18.6	-11.8
2026.08.31	190,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(26년 08월 28일)

** 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 투자 결과와 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.