



산업분석 | Industry In-depth | 2026.09.11

화장품

차원이 다르다



- | 화장품산업 투자의견 Overweight 제시
- | K-뷰티 산업은 인디브랜드의 등장을 넘어 스케일업 브랜드의 성장 국면에 진입
- | 브랜드는 승자 선별, ODM은 산업 전체의 성장에 주목
- | Top-picks: 에이피알, 코스맥스, 차선희주: 펴택코리아 제시

Analyst 송지연 | 화장품 02-3779-3474, jy.song@sangsanginib.com

CONTENTS

화장품산업 차원이 다르다

개요

- 1) Executive Summary 3
- 2) Focus Chart 4

Intro: 인디를 넘어 스케일업의 시대로 6

1. 글로벌 시장에서 검증된 K-뷰티 10

- 1) 수출은 계속 성장한다 11
- 2) 특정 국가 의존에서 지역 다변화로 13

2. K-뷰티의 빠른 성장을 만든 구조 18

- 1) 무엇이 K-뷰티를 선택하게 하나 19
- 2) 발견되는 제품을 잘 만드는 K-뷰티 20
- 3) 빠른 제품화를 가능하게 한 분업 생태계 22
- 4) 판매 접점이 넓어진다 23

3. 커지는 시장, 높아지는 Scale-up의 문턱 29

- 1) 누구나 시작할 수 있지만, 누구나 성장할 수는 없다 30
- 2) 글로벌화될수록 물류·운영이 경쟁력이 된다 33



4. 성장의 경계도 넓어진다	35
1) 미용에서 피부 건강으로	36
2) Beauty Big Blur	40
Intro: K-뷰티의 체급이 달라졌다	42
5. 투자전략	43
1) 2026년 화장품 업황 리뷰	44
2) K-뷰티 성장, 어디를 살 것인가	45
3) Top Picks: 에이피알, 코스맥스	48
6. 기업분석	50
1) 에이피알 (BUY/TP 560,000원)	51
2) 아모레퍼시픽 (BUY/TP 180,000원)	64
3) 달비글로벌(BUY/TP 260,000원)	75
4) LG 생활건강 (HOLD/TP 330,000원)	84
5) 코스맥스 (BUY/TP 350,000원)	93
6) 한국콜마 (BUY/TP 170,000원)	106
7) 코스메카코리아(BUY/TP 140,000 원)	118
8) 펌텍코리아(BUY/TP 72,000원)	129
9) 실리콘투(BUY/TP 58,000원)	139

화장품

Analyst 송지연 | 화장품

02-3779-3474, jy.song@sangsanginib.com

차원이 다르다

Overweight 신규

화장품산업 Recommendation (26.09.10)

에이피알 (278470)	목표주가 560,000원
BUY	현재주가 361,000원
아모레퍼시픽(090430)	목표주가 180,000원
BUY	현재주가 138,500원
달바글로벌(483650)	목표주가 260,000원
BUY	현재주가 176,600원
LG생활건강(051900)	목표주가 330,000원
HOLD	현재주가 295,000원
코스맥스(192820)	목표주가 350,000원
BUY	현재주가 265,000원
한국콜마(161890)	목표주가 170,000원
BUY	현재주가 139,400원
코스메카코리아(241710)	목표주가 140,000원
BUY	현재주가 120,900원
펄텍코리아(251970)	목표주가 72,000원
BUY	현재주가 52,400원
실리콘투(257720)	목표주가 58,000원
BUY	현재주가 43,550원

화장품산업 Relative Performance



QR코드로 간편하게

상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기

K-뷰티 산업의 체급이 달라졌다

K-뷰티는 일부 인디브랜드의 성공이 산업을 이끄는 단계를 넘어, 다수의 브랜드가 메가브랜드로 성장하는 국면에 진입했다. 화장품 수출은 높은 성장세를 지속하고 있으며, 미국에서 검증된 수요는 유럽과 중남미로 확산되고 있다. 동시에 판매채널도 온라인에서 대형 오프라인 리테일러로 넓어지고 있다. **브랜드의 수와 규모, 진출 지역과 판매 채널이 함께 확대되면서 K-뷰티 산업 자체가 한 단계 올라섰다고 판단한다.** 아직 주요 브랜드의 오프라인 침투와 입점 SKU가 초기 단계인 만큼 추가 성장 여력도 충분하다.

인디에서 메가브랜드로, 높아지는 성장의 문턱

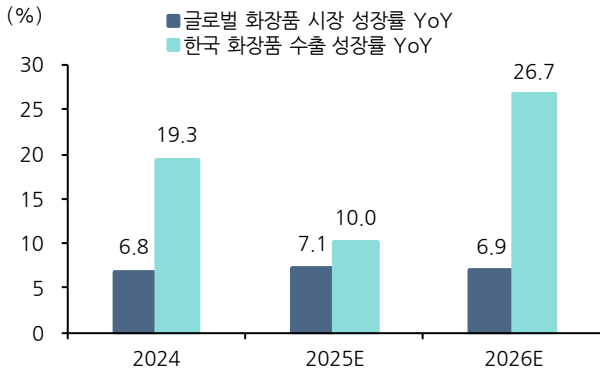
K-뷰티는 차별화된 제품을 빠르게 선보이고 소비자 반응을 다시 제품과 판매에 반영하며 성장해왔다. 그러나 브랜드가 커질수록 경쟁의 조건은 달라진다. 경쟁 브랜드와 콘텐츠가 늘면서 광고 단가는 상승하고 있으며, SNS뿐 아니라 유통 플랫폼 내부에서도 노출을 확보하기 위한 투자가 커지고 있다. 여기에 히어로 SKU를 후속 제품으로 연결하고 판매 채널을 넓힐수록 재고-물류와 현지 운영에 필요한 자금도 함께 증가한다. 반대로 먼저 규모를 확보한 브랜드는 축적한 자본과 인지도, 유통망을 다시 성장에 투자하며 격차를 벌릴 수 있다. **앞으로의 경쟁은 히어로 SKU를 만드는 능력보다 확보한 수요를 여러 SKU와 국가, 채널로 확장하고 지속하는 스케일업 역량에서 갈릴 것이다.**

Top Picks: 에이피알, 코스맥스

2026년 들어 주요 기업의 실적 개선이 이어지고 있으며, 과거보다 수출 지역이 다변화되고 글로벌 중대형 브랜드의 수가 늘면서 성장의 기반도 넓어졌다. 반면 현재 업종 12MF PER은 15.2배로, K-뷰티 1차 확장기였던 2014~2015년 평균 27.8배를 하회한다. **현재 밸류에이션에는 달라진 산업의 체급이 충분히 반영되지 않았다고 판단한다.** 다만 업종 내에서도 수혜의 방식은 다르다. 브랜드는 경쟁 심화로 기업 간 격차가 커지는 만큼 승자 선별이 중요하다. 반면 ODM과 용기는 다수 브랜드의 성장에 함께 노출되는 만큼 시장 선도업체 가운데 CAPA 확대와 실적 개선이 가장 뚜렷한 기업을 선호한다. **이에 화장품 업종에 대해 Overweight 의견을 제시하며 Top Picks로 에이피알과 코스맥스, 차선후주로 펄텍코리아를 제시한다.**

Focus Chart

그림 1. 글로벌 시장 성장률을 상회하는 한국 화장품 수출

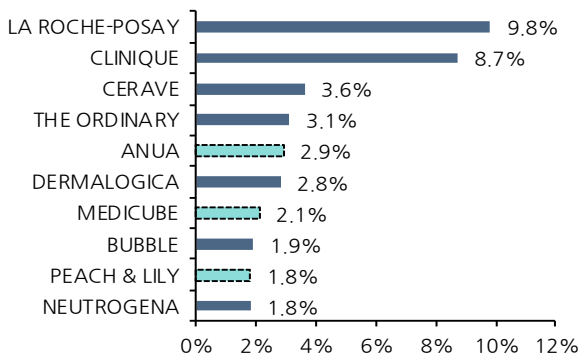


자료: Euromonitor International, 한국보건산업진흥원 재인용, 관세청, 상상인증권
 주: 글로벌 화장품 시장 규모는 Euromonitor International 기준이며, 2024년까지는 실적치, 2025년 이후는 전망치

주: 한국 화장품 수출 성장률은 HS Code 3304 기준, 2026년은 1~7월 누계 기준

- 2025년 글로벌 화장품 시장은 7.1% 성장한 반면 한국 화장품 수출은 10.0% 증가했으며, 2026년 1~7월에는 +26.7% YoY로 성장세가 더욱 확대
- 최대 시장인 미국에서도 한국은 2024년 화장품 수입국 1위로 올라선 이후 점유율 지속 확대. K-뷰티 수요는 이미 검증된 단계
- 성장 지역도 미국에 이어 유럽과 중남미로 확산. 과거 중국 중심의 1차 성장기와 달리 지역 다변화와 함께 성장 기반 넓어짐
- 브랜드의 수와 규모, 진출 지역과 판매 채널이 함께 확대되면서 일부 인디브랜드의 흥행을 넘어 K-뷰티 산업 자체의 체급이 한 단계 높아진 것으로 판단

그림 2. 2Q26 얼타닷컴 내 스킨케어 카테고리 중 K-뷰티 점유율



자료: Ulta Beauty, 상상인증권

- 아누아가 2Q26 Ulta.com 스킨케어 매출 기준 5위, 메디큐브와 피치앤릴리도 각각 7위와 9위 기록
- 복수의 K-뷰티 브랜드가 미국 주요 뷰티 채널에서 동시에 상위권 진입
- 과거 일부 인디브랜드의 히트에서 다수 브랜드의 글로벌 Scale-up으로 성장의 폭이 확대
- 온라인에서 검증된 브랜드의 대형 오프라인 리테일러 진출도 이어지며 소비자 접점 확대
- K-뷰티의 성장은 신규 브랜드의 등장보다 기존 성공 브랜드의 확장으로 무게중심 이동

표 1. 소셜미디어 광고 단가 상승세 지속

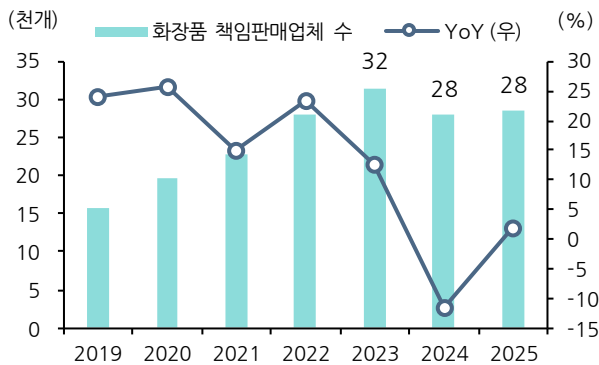
	2021	2022	2023	2024	2025
Instagram	4.81	4.35	5.90	8.46	8.36
Instagram Reels	1.70	2.61	3.81	4.35	4.30
Instagram Stories	2.30	2.49	4.04	6.10	5.88
TikTok	2.31	3.15	3.59	4.41	4.09
Youtube	1.45	1.84	1.55	3.00	6.16

자료: Gupta Media, 상상인증권

주: CPM은 광고 1,000회 노출당 비용, 단위 \$

- SNS가 주요 제품 발견 채널로 자리 잡으며 신규 브랜드의 시장 진입 장벽은 낮아짐
- 반면 브랜드와 콘텐츠가 늘어나면서 소비자 노출을 확보하기 위한 경쟁은 심화
- Instagram CPM은 2021년 \$4.81 → 2025년 \$8.36, YouTube는 \$1.45 → \$6.16으로 상승
- 유통 플랫폼 내부에서도 Sponsored 광고 등 유료 노출 경쟁 확대
- 앞으로는 히어로 SKU를 만드는 능력보다 마케팅 효율과 자본력을 바탕으로 수요를 키우는 Scale-up 역량이 중요

그림 3. 2024년에 감소한 화장품 책임판매업체 수



자료: 식약처, 상상인증권

- ODM·디지털 마케팅·수출 유통 인프라 발달로 브랜드의 시장 진입은 이전보다 용이
- 신규 책임판매업체 등록은 높은 수준이 지속되는 반면 전체 업체 수는 2024년 감소
- 제품 출시 이후에는 마케팅, 후속 SKU 개발, 재고·물류, 해외 운영 등 요구 역량이 빠르게 증가
- 시장이 성장할수록 신규 브랜드 유입도 이어지며 소비자와 유통 채널을 둘러싼 경쟁은 심화
- 누구나 시작할 수 있지만 누구나 Scale-up할 수는 없는 시장으로 변화

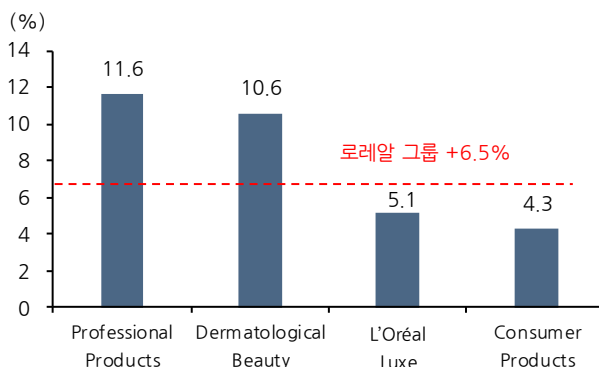
표 2. 주요 ODM3사 생산능력 및 증설 계획

업체	국내 생산 현황	CAPA 확대
코스맥스	기존 시설 효율화	연말까지 약 +10%
한국콜마	연간 8.1억개	2H27 세종 신공장
코스메카코리아	음성·청주 생산	2027년 오창공장 가동

자료: 언론보도, 각 사, 상상인증권

- 브랜드 수뿐 아니라 글로벌 규모로 성장한 고객사가 늘면서 ODM 발주 물량도 확대
- 주요 ODM 업체의 높은 가동률이 이어지는 가운데 추가 생산능력 확보 진행
- 코스맥스는 국내 CAPA를 연말까지 약 10% 확대, 한국콜마는 2H27 세종 신공장 순차 가동 예정
- 코스메카코리아 역시 청주공장 활용 확대에 이어 2027년 오창공장 가동 계획
- 브랜드는 승자 선별이 중요하지만 ODM은 다수 브랜드 성장에 함께 노출되는 구조

그림 4. 로레알 전체 매출액 성장률을 상회하는 더마 사업부



자료: L'oreal, 상상인증권

주: 1H26 Adjusted like-for-like 기준

- 피부관리 수요는 단순 미용에서 피부 건강과 기능을 장기간 유지하는 방향으로 확대
- 글로벌 더마코스메틱 시장은 전체 화장품 시장보다 빠른 성장세 지속
- 로레알 Dermatological Beauty 사업부 역시 최근 전사 성장률을 지속적으로 상회
- PDRN 등 미용의료 영역의 성분이 화장품으로 확산되고 홈뷰티 디바이스까지 관리 수단이 확대
- 스킨케어·더마·홈뷰티·미용의료의 경계가 흐려지며 K-뷰티가 접근할 수 있는 시장의 외연도 확대

화장품 차원이 다르다

Intro: 인디를 넘어 스케일업의 시대로

Intro. 인디를 넘어 스케일업의 시대로

기존 질서가 흔들리고 있다

에이피알의 시가총액이 주요 레거시 브랜드를 추월

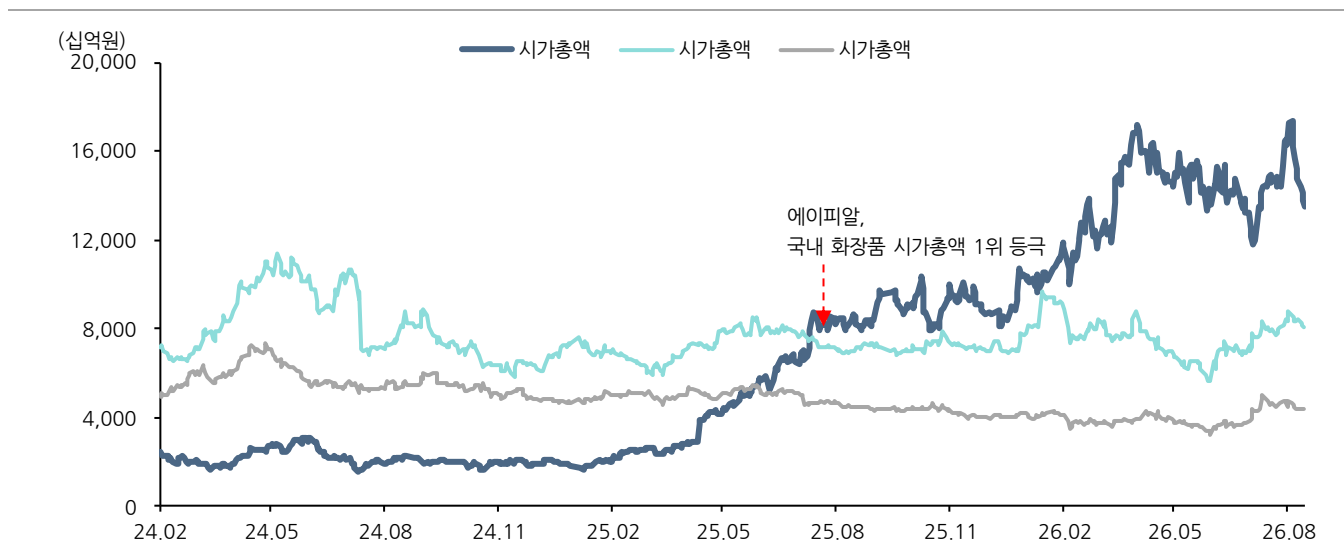
10년이면 강산이 변한다. 설립된 지 10여 년에 불과한 에이피알은 2025년 아모레퍼시픽과 LG생활건강을 넘어 국내 화장품 업종 시가총액 1위에 올라섰으며, 이후 일본 시세이도의 시가총액까지 추월하였다. 오랜 업력과 대규모 유통망을 보유한 레거시 업체가 주도해온 시장에서 신생 브랜드사가 새로운 주도 세력으로 부상한 것이다.

현지 브랜드가 K-뷰티를 차용할 정도로 영향력 확대

최근의 변화는 개별 기업의 판매 성과에만 국한되지 않는다. K-뷰티의 영향력은 해외 화장품 브랜드의 제품 기획에도 나타나고 있다. 미국과 유럽에서는 한국어와 한국 문화, K-뷰티의 성분과 제형 등을 브랜드 정체성으로 활용하는 현지 브랜드가 등장하고 있다. 한국 브랜드의 판매 증가를 넘어 글로벌 화장품 시장의 제품 기획과 브랜딩에도 영향을 미치기 시작한 것이다.

세계 1위 화장품 기업도 변화를 인정하기 시작했다. 로레알은 올해 2월 실적 발표에서 스킨케어 사업의 부진을 인정하며 효능 중심 인디브랜드의 확산과 자체 혁신 강도 부족을 배경으로 언급했다. 글로벌 화장품 시장 1등 업체가 신생 브랜드의 부상을 경쟁 환경 변화의 요인으로 직접 언급했다는 점에서 상징적이다.

그림 5. 에이피알, 국내 화장품 시가총액 1위 등극



자료: Bloomberg, Quantwise, 상상인증권

표 3. 해외 현지 브랜드로 확산되는 K-뷰티

브랜드	본거지	K-뷰티 활용 사례
Yepoda	독일	- 한국어 '예쁘다' 네이밍, - 한국 생산, 유럽 Sephora 유통
Vitamasques	영국	- 한국식 스킨케어 제형과 콘셉트를 브랜드 정체성으로 활용
Seoul Ceuticals	미국	- 'Seoul' 네이밍과 한국 연상 성분을 전면에 활용
Skin Generics	스페인	- 한국식 고기능성 스킨케어와 루틴 개념 차용
ST. SAJ	호주	- PDRN·달팽이점액 등 K-뷰티 대표 성분 활용

자료: 언론보도, 상상인증권

K-뷰티가 글로벌 화장품 시장에 가져온 변화 중 하나는 속도다. 소비자 트렌드를 빠르게 포착해 제품으로 구현하고, 디지털 마케팅을 통해 수요를 확인한 뒤 후속 제품과 새로운 시장으로 확장하는 방식이 성과를 내면서 제품 개발과 시장 대응 속도 자체가 중요한 경쟁 요소로 부상하고 있다. 이러한 변화는 생산 영역으로도 이어지고 있다.

국내 ODM 업체의 MNC 프로젝트

자체 R&D와 생산 역량을 핵심 경쟁력으로 여겨온 글로벌 MNC 업체들이 최근 하이엔드 럭셔리 브랜드의 주요 스킨케어 제품을 한국콜마와 코스맥스 등 국내 업체에 ODM 방식으로 맡기기 시작했다. 기존에도 색조 제품을 중심으로 ODM 생산 사례가 있었지만, 스킨케어는 브랜드의 핵심 기술력과 제품 철학, 장기간 축적된 신뢰가 집약되는 핵심 카테고리라는 점에서 의미가 다르다. 이는 국내 업체의 연구개발 및 품질 경쟁력이 글로벌 최상위 브랜드의 요구 수준에 도달했음을 보여준다.

달라진 K-뷰티의 위상

제품 기획과 시장 대응 방식에서부터 생산까지 K-뷰티가 글로벌 화장품 산업에 미치는 영향의 범위가 넓어지고 있다. 신생 브랜드가 기존 레거시 업체를 위협하고, 글로벌 브랜드가 K-뷰티의 제품 전략을 차용하며, 국내 ODM이 글로벌 MNC의 핵심 제품 생산에 참여하기 시작했다. 글로벌 화장품 산업에서 K-뷰티가 차지하는 위상과 체급 자체가 달라지고 있다.

히트를 넘어 스케일업으로

스케일업 브랜드가 시장 주도

달라진 K-뷰티의 체급은 글로벌 시장에서 일정 규모 이상으로 성장하는 브랜드가 늘어나고 있다는 점에서도 확인된다. 비단 에이피알만이 아니다. 2023~2024년 미국 온라인 시장에서 두각을 나타낸 주요 K-뷰티 브랜드들이 현재 미국 대형 오프라인 유통망이나 유럽 시장까지 판매 영역을 확대하였다. 아마존과 틱톡샵에서 성과를 확인한 브랜드들이 세포라, 얼타뷰티, Boots 등 주요 유통 채널에 진입하면서 글로벌 사업의 외형을 키우고 있다.

변화의 핵심은 성장의 단위가 제품에서 브랜드로 이동하고 있다는 점이다. 2023~2024년에는 신생 브랜드와 히트 제품의 등장이 시장의 관심을 끌었다면, 최근에는 이미 수요를 확보한 브랜드가 후속 제품과 유통망에 재투자하며 사업 규모를 확대하고 있다. 개별 제품의 흥행을 제품군과 판매 지역, 유통 채널의 확장으로 연결하는 역량이 중요해지고 있다.

지난 수년간 K-뷰티 산업의 화두가 새로운 인디브랜드의 등장이었다면, 이제 시장의 중심은 글로벌 사업 규모를 키우는 스케일업 브랜드로 이동하고 있다. 새로운 브랜드의 등장은 계속되겠지만, 앞으로는 이미 시장에서 성과를 검증한 브랜드가 확보한 수요를 얼마나 넓은 제품군과 지역, 채널로 확장할 수 있는지가 성장의 차이를 만들어낼 것으로 판단한다.

스케일업 이후의 경쟁

먼저 규모 확보한 브랜드는 경쟁 우위 강화

그러나 글로벌 규모로 브랜드를 키우는 것은 일종의 종합예술에 가깝다. 제품력과 마케팅만으로는 충분하지 않다. 미국, 유럽과 중남미 등으로 사업 영역을 넓힐수록 현지 유통사와의 거래, 국가별 재고와 물류 운영, 다수 제품의 관리까지 요구되면서 자본과 조직을 포함한 종합적인 사업 운영 역량이 중요해진다. 동시에 K-뷰티의 성공을 확인한 신규 브랜드와 제품의 유입이 이어지면서 소비자와 유통 채널을 확보하기 위한 경쟁도 한층 치열해지고 있다. 특히 먼저 규모를 확보한 브랜드는 축적된 자본과 인지도, 유통망을 다시 제품과 마케팅, 신규 시장에 투입할 수 있어 성장할수록 경쟁 우위를 강화할 수 있다.

결국 시장 확대가 모든 브랜드사의 성장을 의미하지는 않는다. 앞으로는 새로운 브랜드의 등장 자체보다 스케일업 과정에서 경쟁 우위를 확보하고 시장의 주도권을 가져갈 기업을 구분하는 것이 더욱 중요해질 전망이다. 본 리포트에서는 K-뷰티의 글로벌 성장과 이를 가능하게 한 구조를 살펴보고, 스케일업 시대의 승자의 조건과 브랜드·제조·유통 등 밸류체인별 투자 기회를 점검한다.

화장품 차원이 다르다

01

글로벌 시장에서 검증된 K-뷰티

수출은 계속 성장한다

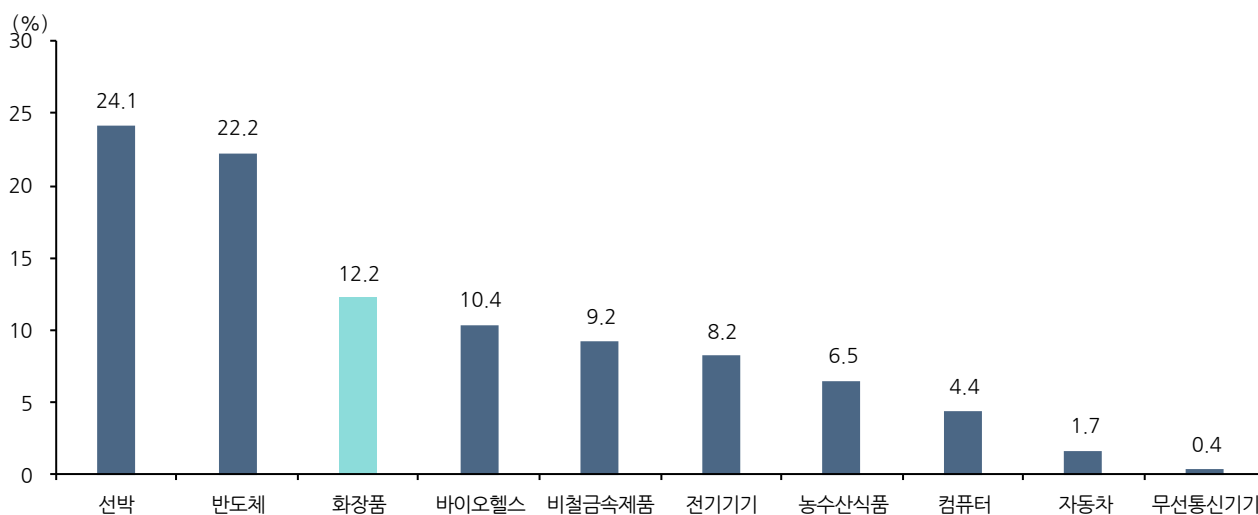
화장품 수출 현황

글로벌 시장 성장률을 상회하는 K뷰티

화장품은 이제 한국의 대표 수출품목으로 자리잡았다. 2025년 기준 한국의 20대 수출품목 가운데 화장품은 선박과 반도체에 이어 수출 증가율 3위를 기록했다. 2026년 7월 누계 수출액은 68.2억달러로 전년 동기 대비 26.7% 증가하며, 전년의 높은 기저에도 고성장을 지속 중이다. 판매 국가와 유통 채널 확장이 수출 확대에 이어지고 있는 것으로 판단한다.

글로벌 화장품 시장과 비교하면 성장세는 더욱 두드러진다. 한국보건산업진흥원은 2025년 글로벌 화장품 시장 규모를 5,571억달러, 전년 대비 성장률을 7.1%로 추정한다. 같은 기간 한국 화장품 수출은 10.0% 증가했다. **2026년 들어 격차가 더 확대되고 있다는 점에서, 최근 K-뷰티의 성장은 전체 화장품 시장 성장보다 글로벌 점유율 확대의 성격이 강하다.**

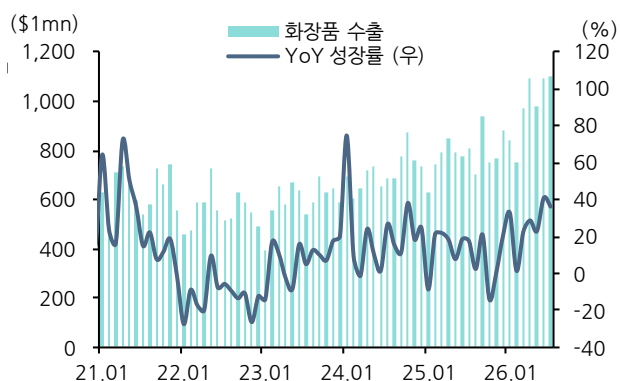
그림 6. 화장품, 2025년 20대 주력 수출품목 중 증가율 3위



자료: 산업통상부, 한국무역협회, 상상인증권

주: MTI 기준. 2026년 개편된 20대 주력 수출품목 중 2025년 수출 증가 품목만 표시

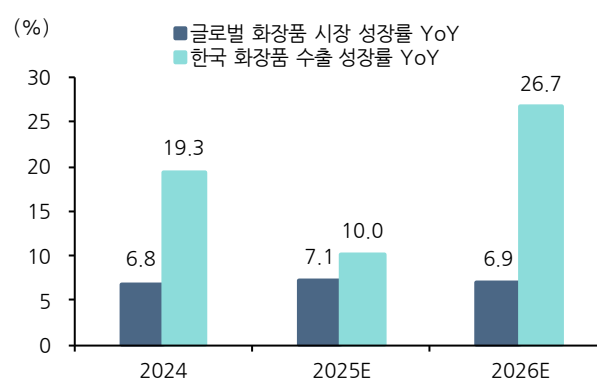
그림 7. 한국 화장품 수출액 추이



자료: 관세청, 상상인증권

주: 화장품 HS code 3304

그림 8. 글로벌 시장 성장률을 상회하는 한국 화장품 수출



자료: Euromonitor International, 한국보건산업진흥원 재인용, 관세청, 상상인증권

주: 글로벌 시장은 Euromonitor 기준(2025년 이후 전망), 한국 수출은 HS 3304 기준(2026년 1~7월 누계)

카테고리도 넓어진다

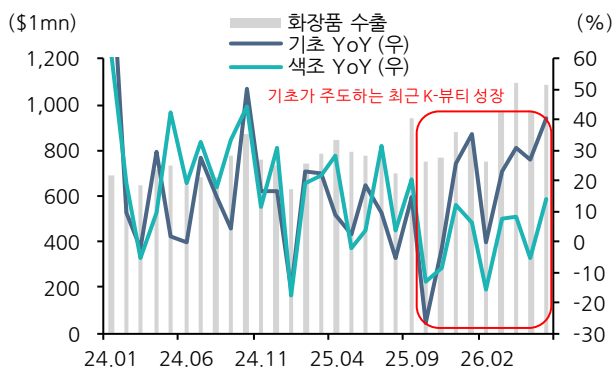
기초가 이끌고, 카테고리는
넓어진다

카테고리별로는 기초화장품이 전체 수출 성장을 견인하고 있다. 기초화장품 수출은 2026년 7월 누계 기준 전년 동기 대비 26.7% 성장하였다. **2025년 말부터 기초화장품의 수출 증가율이 색조를 상회하기 시작했으며, 이러한 흐름은 2026년 상반기 화장품 ODM사 실적에서도 확인된다.** 코스맥스와 한국콜마, 코스메카코리아 모두 기초 제품군이 실적 성장을 이끌었다.

동시에 성장하는 제품군도 다양해지고 있다. 마스크팩과 선크어 등 기존 스킨케어 세부 카테고리의 수출이 확대되는 가운데, 하이드로겔 마스크와 토너패드처럼 새로운 제형과 사용 방식도 빠르게 자리 잡고 있다. 최근에는 헤어·두피 관리까지 K-뷰티의 영역이 넓어지고 있다. 미국에서는 두피를 얼굴 피부와 동일하게 관리해야 한다는 스칼프케어(Scalp Care) 인식이 확산되면서 두피 장벽과 탈모 예방, 저자극·기능성 성분에 대한 관심이 높아지고 있다.

이처럼 K-뷰티의 성장은 특정 제품군에 머무르지 않고 새로운 제형과 인접 카테고리로 범위를 넓히고 있다. 제품군의 확장은 향후 성장의 폭을 넓히는 요인으로 작용할 수 있다.

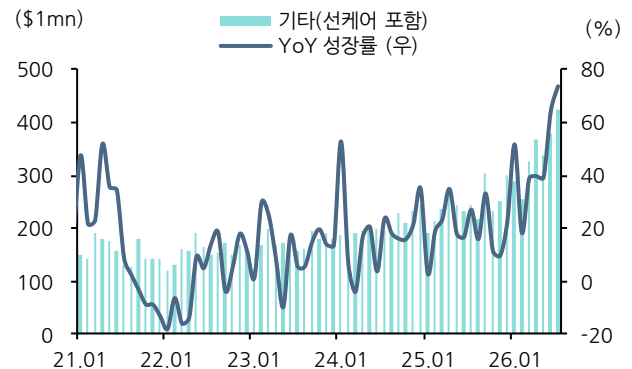
그림 9. 기초화장품이 주도하는 한국 화장품 수출 실적



자료: 관세청, 상상인증권

주: 기초화장품 HS code 3304991000, 색조화장품 3304992000

그림 10. 한국 기타(선크어 포함) 수출액 추이



자료: 관세청, 상상인증권

주: HS code 330499에서 3304991000, 3304992000 차감

그림 11. 글로벌 히트 제품인 바이오던스 콜라겐 리얼딥 마스크



자료: 바이오던스, 상상인증권

그림 12. 헤어 카테고리로 확장하는 K-뷰티, 아로마티카 루트 인핸서



자료: 아로마티카, 상상인증권

특정 국가의존에서 지역 다변화로

지역 다변화

지역별로도 수출 성장 강도의 격차는 크지 않다. 미국은 이미 최대 수출 시장으로 성장했음에도 견조한 증가세를 이어가고 있으며, 유럽은 최근 미국보다 높은 성장률을 기록하고 있다. 중남미 등 신흥시장에서도 수출이 빠르게 확대되고 있다. 여기에 장기간 부진했던 중국향 수출 역시 최근 회복 조짐을 보이고 있다. 중국의 반등을 새로운 성장동력으로 보기에는 아직 이르지만, 기존 주요 시장의 감소폭이 축소된다는 점은 전체 수출 성장에 추가적인 우호 요인으로 작용할 수 있다.

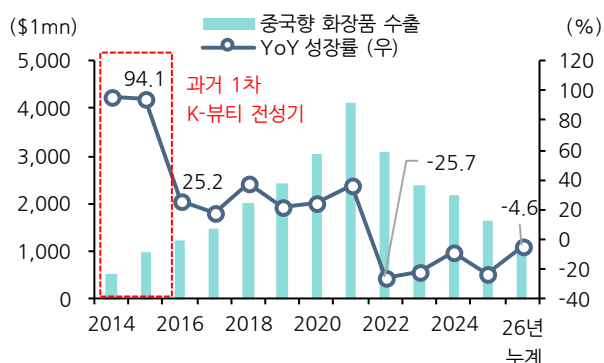
현재의 수출 확대는 과거 K-뷰티 성장기와 비교해 지역적으로 더욱 분산되어 있다는 점에서 의미가 있다. 2014~2015년 K-뷰티의 1차 전성기에는 중국을 중심으로 수출이 빠르게 증가했다. 그러나 2016년 사드 배치 결정 이후 중국의 비공식적인 경제 보복이 본격화되면서 중국 의존도가 높은 수출 구조의 취약성이 드러났다. 이후 중국 내 자국 브랜드 선호와 귀차요(國潮) 소비 확산까지 더해지면서 한국 화장품의 중국향 수출은 장기간 부진하였다. 이에 따라 중국 시장에서의 높은 성장률은 그 자체로 긍정적으로 평가되면서도, 동시에 특정 국가에 대한 높은 의존도가 반복적으로 리스크 요인으로 지적돼 왔다.

중국을 벗어난 성장은 더 단단하다

반면 최근 K-뷰티의 성장은 성장 지역을 순차적으로 넓히며 이어지고 있다. 2020년 전후 일본을 시작으로 2023~2024년 미국, 2025년 유럽이 새로운 성장축으로 부상했으며, 최근에는 중남미 등 신흥시장으로 확산되고 있다.

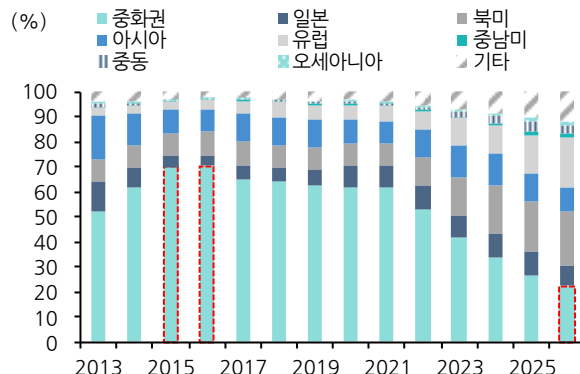
이러한 점에서 현재의 수출 확대는 단기적인 유행보다 글로벌 소비자 기반이 넓어지는 구조적인 수요 증가에 가깝다고 판단한다. 미국의 견조한 성장과 유럽의 추가 진입 여력, 중남미 등 신규 시장의 확대가 이어지는 가운데 중국의 회복 가능성까지 고려하면 한국 화장품 수출은 당분간 성장세를 지속할 가능성이 높다.

그림 13. 중국향 화장품 연간 수출 추이



자료: 관세청, 상상인증권
주: 화장품 HS code 3304

그림 14. 화장품 수출 권역별 비중 변화 추이



자료: 관세청, 상상인증권
주: 화장품 HS code 3304

미국은 검증 완료, 유럽은 이제 시작

미국에서는 K-뷰티의 시장 지위가 이미 상당 부분 검증됐다. USITC에 따르면 한국은 2024년 프랑스를 제치고 미국 화장품(HS Code 3304) 수입국 1위로 올라섰다. 한국산 화장품의 수입 비중은 2015년 5.5%에서 2024년 22.5%로 상승했으며, 2026년 1~6월 누계 기준으로는 26.2%까지 확대됐다. 2위 국가인 캐나다와의 격차도 약 10%p에 달한다. 특히 최근 성장은 스킨케어에 집중으로 나타나고 있다.

미국 온라인 시장에서도 K-뷰티의 성과가 확인되고 있다. 2026년 1분기 미국 아마존 스킨케어 시장에서 메디큐브는 점유율 14.1%로 1위를 기록했으며, 바이오턴스도 3.8%를 차지했다. 2026년 2분기 얼타뷰티의 온라인몰에서 스킨케어 매출 기준으로는 아누아가 점유율 2.9%로 5위에 올랐으며, 메디큐브와 피치앤릴리도 각각 7위와 9위를 기록했다.

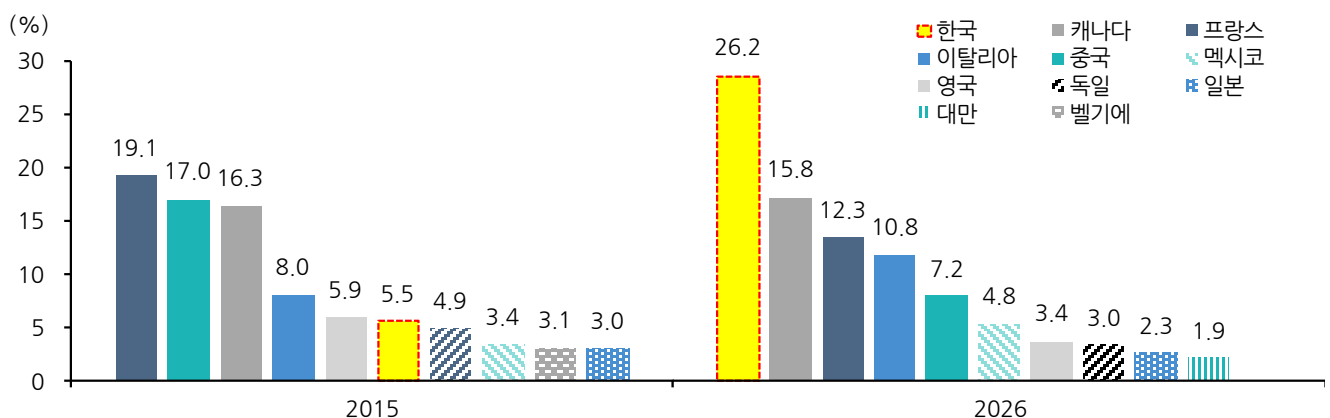
표 4. 한국, 미국 화장품 수입국 1위로 부상

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
1	프랑스	중국	중국	중국	프랑스	프랑스	프랑스	프랑스	프랑스	한국	한국	한국
2	중국	프랑스	프랑스	프랑스	캐나다	캐나다	캐나다	캐나다	한국	프랑스	캐나다	캐나다
3	캐나다	캐나다	캐나다	캐나다	중국	한국	한국	한국	캐나다	캐나다	프랑스	프랑스
4	이탈리아	이탈리아	이탈리아	이탈리아	이탈리아	중국	중국	이탈리아	이탈리아	이탈리아	이탈리아	이탈리아
5	영국	한국	한국	한국	한국	이탈리아	이탈리아	중국	중국	중국	중국	중국
6	한국	영국	영국	영국	영국	영국	영국	영국	멕시코	멕시코	멕시코	멕시코
7	독일	독일	독일	일본	독일	멕시코	영국	스웨덴	영국	영국	영국	영국
8	멕시코	멕시코	일본	독일	일본	스웨덴	독일	일본	일본	독일	독일	독일
9	벨기에	일본	멕시코	멕시코	스웨덴	독일	일본	멕시코	독일	일본	일본	일본
10	일본	벨기에	벨기에	스웨덴	멕시코	일본	멕시코	독일	스웨덴	스웨덴	대만	대만

자료: USITC, 상상인증권

주: HS code 3304 기준 / 2026년은 1~6월 누계 기준

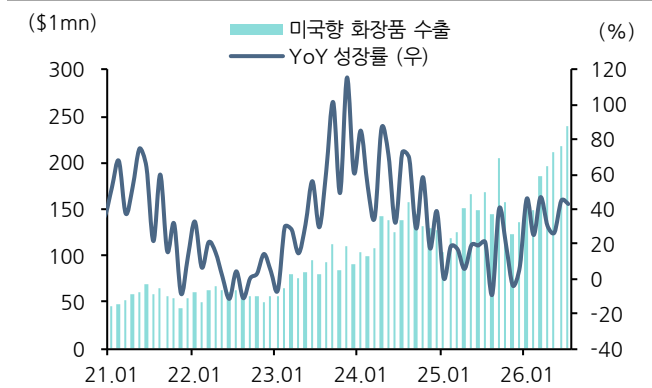
그림 15. 미국 화장품 수입시장 내 한국 점유율 5배 확대



자료: USITC, 상상인증권

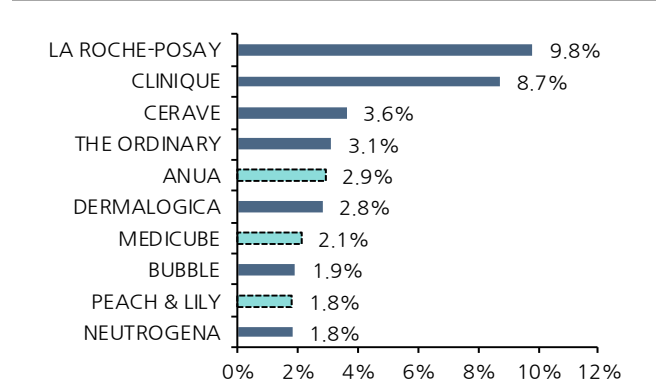
주: HS code 3304 기준 / 2026년은 1~6월 누계 기준

그림 16. 미국향 화장품 수출액 추이



자료: 관세청, 상상인증권
주: 화장품 HS code 3304

그림 17. 2Q26 얼타닷컴 내 스킨케어 카테고리 중 K-뷰티 점유율



자료: Ulta Beauty, 상상인증권

표 5. 미국 아마존 스킨케어 브랜드 점유율

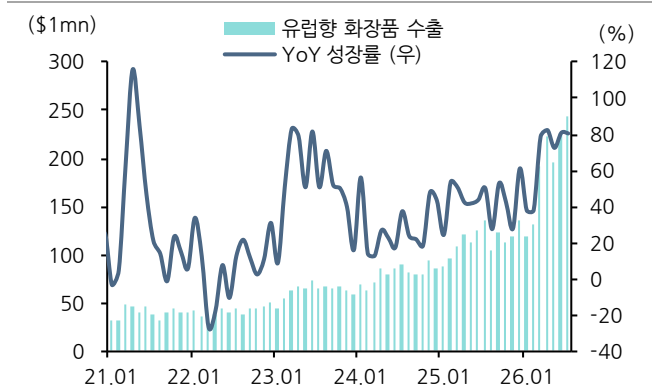
순위	2025		1Q26	
	브랜드	ms	브랜드	ms
1	CeraVe	12.3%	Medicube	14.1%
2	Medicube	9.3%	Nutrafol	7.7%
3	La Roche-Posay	8.4%	CeraVe	6.3%
4	Clean Skin Club	4.2%	La Roche-Posay	6.0%
5	Mighty Patch	3.9%	EOS	4.1%
6	Paula's Choice	3.6%	Biodance	3.8%
7	EltaMD	3.4%	The Ordinary	3.3%
8	Biodance	3.4%	Clean Skin Club	3.1%

자료: Navigo, 상상인증권

유럽 수출 고성장

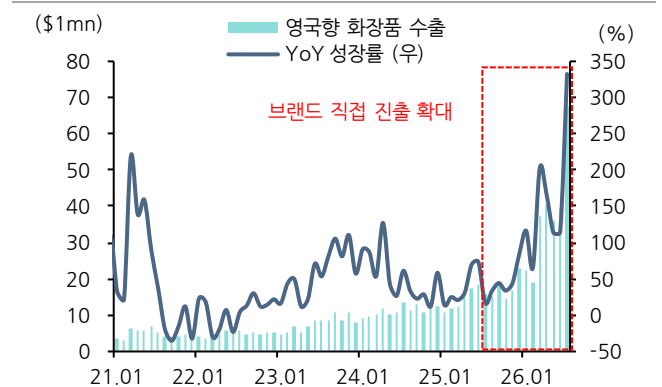
유럽향 화장품 수출은 빠른 증가세를 이어가고 있다. 2026년 7월 누계 기준 수출액은 전년 동기 대비 69.6% 증가했으며, 최근에는 유럽향 수출 성장률이 미국향을 상회하는 흐름도 나타나고 있다. 미국에서 먼저 성과를 검증한 브랜드와 제품이 유럽으로 판매 지역을 확대하는 흐름이 본격화되면서 유럽향 수출 성장을 뒷받침하고 있다.

그림 18. 유럽향(15개국) 화장품 수출액 추이



자료: 관세청, 상상인증권
주: 영국, 독일, 프랑스, 네덜란드, 벨기에, 스페인, 이탈리아, 스웨덴, 포르투갈, 폴란드, 체코, 헝가리, 루마니아, 러시아, 튀르키예 합산

그림 19. 영국향 화장품 수출액 추이



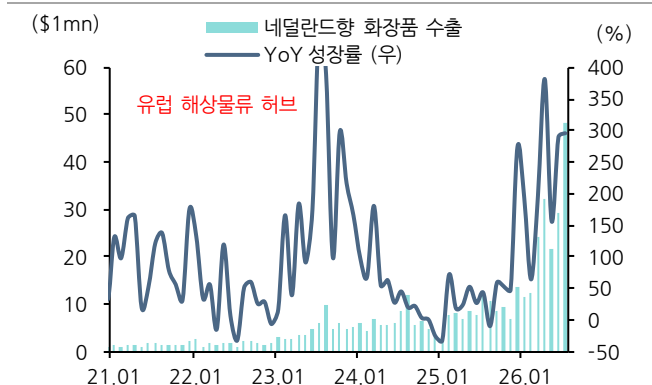
자료: 관세청, 상상인증권
주: 화장품 HS code 3304

영국·네덜란드·폴란드에서 실제 수출 데이터 확인

2026년 7월 영국향 화장품 수출액은 전년 동월 대비 333.5% 증가했다. 국내 화장품 브랜드사의 규모가 확대되면서 실리콘투 같은 수출 전문 벤더를 거치지 않고 현지 법인이나 주요 리테일러로 직진출하는 사례가 늘어난 결과다. 유럽의 주요 해상물류 허브인 네덜란드향 수출도 꾸준히 확대되고 있으며, 동기간 295.4% 증가했다. 로테르담항을 통해 유입된 물량이 유럽 각국으로 재분배되는 물류 구조의 영향이 반영된 것으로 판단한다.

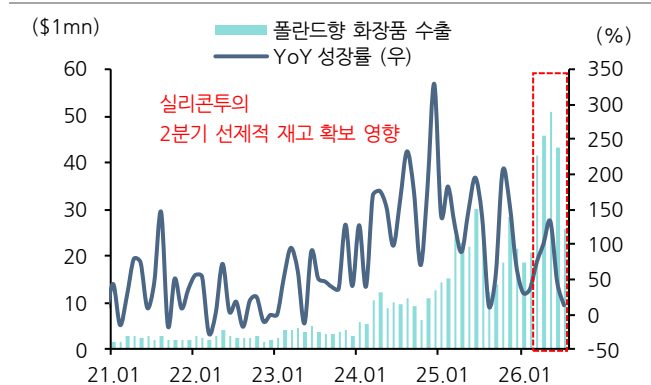
폴란드는 수출 전문 벤더인 실리콘투의 유럽 물류센터가 위치한 지역이다. 폴란드향 수출 성장률은 최근 둔화됐지만, 이를 유럽 전반의 수요 둔화로 해석하기에는 무리가 있다. 유럽 전체 수출과 네덜란드향 수출이 여전히 높은 성장세를 이어가고 있으며, 폴란드의 경우 실리콘투의 선제적 재고 확보와 선적 시점에 따른 영향이 일부 반영된 것으로 판단한다.

그림 20. 네덜란드향 화장품 수출액 추이



자료: 관세청, 상상인증권
주: 화장품 HS code 3304

그림 21. 폴란드향 화장품 수출액 추이



자료: 관세청, 상상인증권
주: 화장품 HS code 3304

Next 중남미!

중남미 역시 향후 성장이 기대되는 시장이다. 2025년 멕시코향 한국 화장품 수출액은 전년 대비 147.4% 증가했으며, 2026년 7월 누계로도 전년 동기 대비 71.6% 성장하였다. 브라질향 수출액 역시 같은 기간 74.9% 증가하며 높은 성장세를 이어가고 있다.

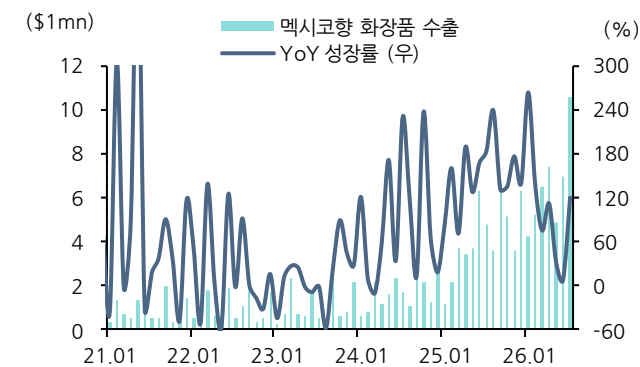
인프라보다 수요가 먼저 확인됐다

중남미향 수출 증가는 K-뷰티에 대한 수요가 전 세계로 확산되고 있음을 보여준다. 특히 현지 물류 인프라나 대형 유통 채널 진출 등 수출 확대를 직접적으로 견인할 요인이 제한적이었던 상황에서도 성장했다는 점에 의미가 있다. 유럽의 경우 미국에서 형성된 K-뷰티의 인지도와 실리콘투의 현지 물류망 확대가 시장 진출을 뒷받침하였다. 반면 중남미에서는 그동안 브랜드별 마케팅 활동 외에 수출을 본격적으로 추진할 만한 인프라가 충분히 갖춰지지 않았음에도 수출액이 빠르게 증가하였다.

확인된 수요에 현지 유통망이 더해진다

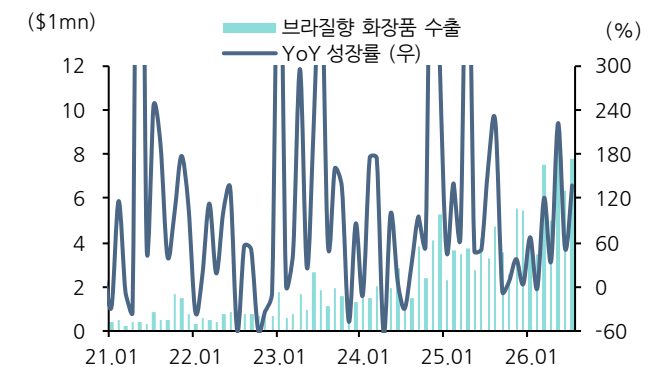
올해부터는 현지 유통 인프라도 확대되고 있다. 실리콘투는 6월 멕시코 현지법인과 물류창고의 본격 운영을 시작했으며, 브라질과 파라과이에서도 신규 거래처를 확보하고 있다. 2026년 7월 멕시코향 화장품 수출액은 전년 동월 대비 121.2% 증가했으며, 월간 수출액도 1,000만달러를 상회했다. 연내 브라질 법인 설립도 추진 중인 만큼, 향후 현지 유통망 확대가 중남미향 수출 성장에 추가적인 동력으로 작용할 것으로 판단한다.

그림 22. 멕시코향 화장품 수출 추이



자료: 관세청, 상상인증권
주: 화장품 HS code 3304

그림 23. 브라질향 화장품 수출 추이



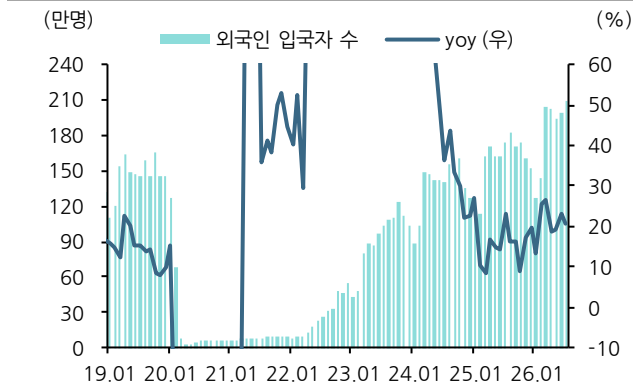
자료: 관세청, 상상인증권
주: 화장품 HS code 3304

방한 관광에서도 확인되는 K뷰티 인기

해외에서 좋아한 K뷰티, 한국 와서도 찾는다

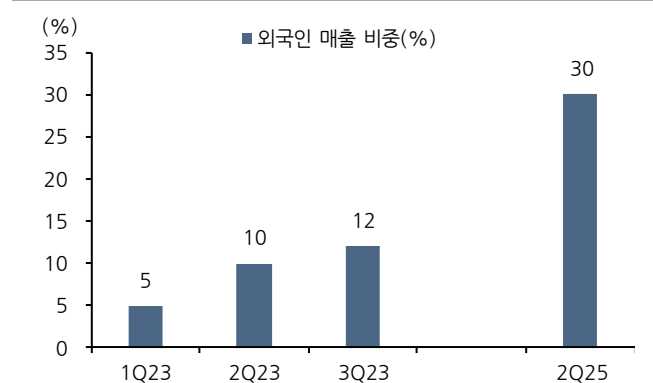
해외에서 높아진 K-뷰티의 인기는 방한 관광객의 국내 소비에서도 확인된다. 2026년 상반기 방한 외국인인 1,071만명으로 증가했으며, 올리브영의 국내 오프라인 매출에서도 외국인 고객 비중이 빠르게 확대되고 있다. 2025년 상반기 기준 외국인 매출 비중은 26.4%에 달했으며, 율영세일을 반복적으로 방문하는 외국인 수도 3년 전보다 11배 증가했다. 해외에서 형성된 K-뷰티 수요가 한국 방문 이후 실제 제품 탐색과 구매로 이어지고 있는 것이다.

그림 24. 방한 외래관광객 추이



자료: 한국관광공사, 상상인증권

그림 25. 올리브영 외국인 매출 비중



자료: 올리브영, 언론보도, 상상인증권

화장품 차원이 다르다

02

K-뷰티의 빠른 성장을 만든 구조

무엇이 K-뷰티를 선택하게 하나

합리적인 가격에 효능까지

앞서 확인한 K-뷰티의 수출 성장은 미국을 넘어 유럽과 중남미로 확산되고 있다. 이러한 성장이 가능했던 배경에는 글로벌 소비자의 수요와 맞물리는 제품 경쟁력이 있다. **K-뷰티는 합리적인 가격에 제품 효능과 차별화된 사용 경험을 제공해왔다.**

합리적인 가격에 효능과 차별화

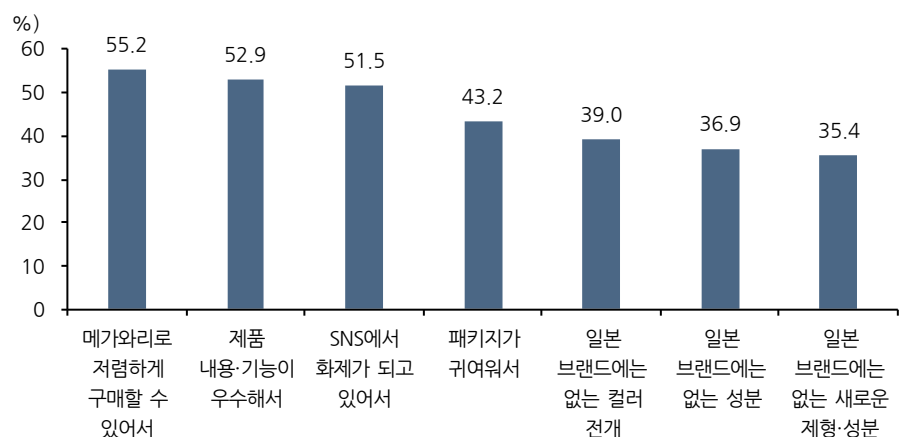
일본 뷰티 고관여 소비자를 대상으로 한 조사에서 한국 화장품 구매 이유로 저렴하게 구매할 수 있다는 응답이 55.2%로 가장 높았으며, 일본 브랜드에서 찾기 어려운 새로운 제형과 성분을 이유로 꼽은 비중도 35.4%에 달했다. 한국 화장품은 하이드로겔마스크, 아이패치 등 기존 시장에서 보기 어려웠던 성분과 제형, 사용 방식을 지속적으로 제시하면서 제품 차별화를 동시에 확보해왔다.

가격보다 효능을 중시하는 소비자

이러한 특성은 최근 글로벌 화장품 소비자의 구매 기준과도 맞아떨어졌다. McKinsey의 2025년 글로벌 소비자 조사에서 스킨케어 브랜드를 선택하는 이유로 '내 피부 타입에 잘 맞고 효과적이다'가 40%로 가장 높았으며, 제품 품질이 좋다는 응답은 36%였다. 또한 글로벌 소비자의 63%는 프리미엄 화장품이 매스 제품보다 반드시 성능이 우수하다고 보지 않았다. **높은 가격이 곧 높은 효능을 의미하지 않는다는 인식이 확산되면서 K-뷰티에 우호적인 수요 환경이 조성되고 있다.**

한편 스킨케어의 효능은 구매 전에 직접 확인하기 어렵기 때문에 실사용자 리뷰가 제품을 검증하는 중요한 수단으로 활용된다. 미국 소비자의 69%는 온라인 리뷰가 구매 결정에 높은 영향을 미친다고 답했다. 국내에서 광고성 후기를 배제하기 위해 제품명과 함께 '내돈내산'을 검색하는 소비 행태 역시 같은 맥락이다. SNS를 통해 새로운 제품을 발견하고 성분과 임상 정보, 실제 사용 후기를 확인하는 구매 과정은 브랜드 인지도보다 제품 자체의 효능과 사용자 평가를 앞세운 K-뷰티가 소비자에게 선택될 수 있는 기반이 되고 있다.

그림 26. 일본 뷰티 고관여 소비자의 K-뷰티 구매 이유



자료: Mimi Beauty, 상상인증권

주: 15~44세 Mimi Beauty 회원 618명 대상 조사, 2025년 3~4월

발견되는 제품을 잘 만드는 K-뷰티

Search → Discovery → Commerce, 마케팅과 유통의 경계가 흐려진다

SNS 기반 발견 소비 확대

제품 자체의 경쟁력이 중요해질수록 이를 소비자가 어떻게 발견하는지도 중요하다. SNS는 이미 화장품 소비자의 주요 정보 탐색 채널로 자리잡았다. 실제 글로벌 Z세대 소비자의 64%는 SNS를 화장품 정보와 영감을 얻는 주요 채널로 활용하고 있다. 최근에는 틱톡과 인스타그램 릴스, 유튜브 쇼츠 등 숏폼 콘텐츠의 영향력이 확대되면서 소비자가 필요한 제품을 직접 검색하는(Search) 것뿐 아니라 알고리즘이 추천한 콘텐츠를 통해 기존에 알지 못했던 제품을 처음 접하는 발견형(Discovery) 소비가 늘어나고 있다.

TikTok Shop 고성장

틱톡은 추천 알고리즘과 숏폼 콘텐츠를 통해 제품을 노출하는 동시에 틱톡샵 안에서 바로 구매할 수 있도록 하면서 발견(Discovery)과 구매(Commerce)를 하나의 플랫폼 안에 결합했다. eMarketer는 2026년 미국 틱톡샵의 이커머스 매출액이 234억달러로 전년 대비 48% 증가해 타깃, 코스트코, Best Buy, 크로거의 미국 온라인 사업 규모를 각각 상회할 것으로 전망한다. 뷰티는 특히 성장 속도가 빠른 카테고리로, McKinsey에 따르면 틱톡의 미국 뷰티 시장 점유율은 약 2%에 불과하지만, 주요 채널 가운데 가장 빠른 매출 성장세를 보이고 있다. 틱톡의 미국 뷰티 매출액은 2023년 이후 세자릿수 성장률을 이어왔으며, 2026년에는 40억달러에 이를 전망이다.

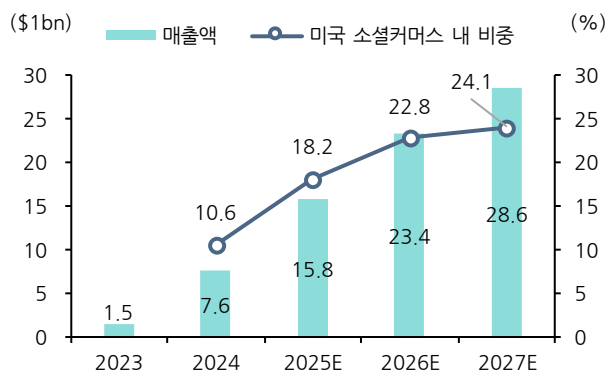
발견형 채널, 신규 소비자까지 유입

틱톡샵은 기존 온라인 구매 수요뿐 아니라 신규 소비자도 유입시키고 있다. NIQ에 따르면 틱톡샵에서 뷰티 제품을 구매한 소비자의 약 30%는 직전 1년간 온라인에서 뷰티 제품을 구매한 경험이 없었다.

아마존, 유튜브 쇼핑 합류

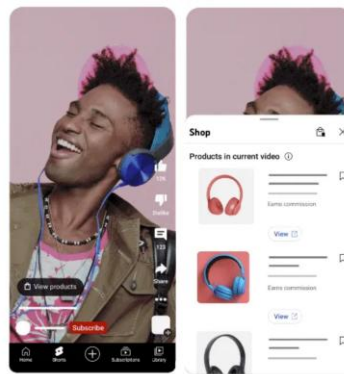
발견과 구매를 연결하는 방식은 다른 플랫폼으로도 확산되고 있다. 2026년 8월 아마존은 유튜브 쇼핑의 공식 파트너사로 합류하면서, 미국 크리에이터가 영상에 아마존 상품을 직접 태그할 수 있게 됐다. 콘텐츠에서 제품을 발견한 뒤 별도로 검색하거나 외부 링크를 거치지 않고 바로 구매 페이지로 이동할 수 있게 된 것이다.

그림 27. 미국 틱톡샵, 소셜커머스 내 영향력 확대



자료: EMARKETER(2025.11), 상상인증권

그림 28. 유튜브, 아마존 상품 태그 신규 도입



자료: 언론보도, 상상인증권

제품 자체가 콘텐츠가 된다

짧은 영상에 잘 담기는 제품

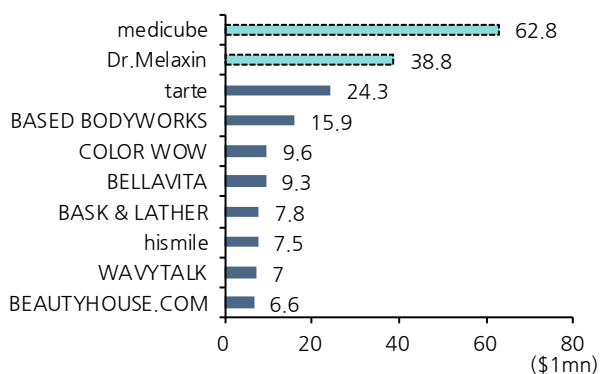
Discovery의 중요성이 높아지면서 제품 자체가 콘텐츠로서 얼마나 소비자의 관심을 끌 수 있는지도 중요해지고 있다. 제품의 효능과 가격뿐 아니라 제품의 특징과 사용 경험을 짧은 영상으로 직관적으로 전달할 수 있는지도 초기 소비자 유입에 영향을 미치고 있다.

틱톡샵 상위권을 차지한 K-뷰티

이러한 환경은 K-뷰티의 제품 특성과 맞닿아있다. 토너패드와 하이드로겔 마스크는 사용하는 모습 자체가 콘텐츠가 되고, 스키클 제품은 독특한 사용 방식과 피부 반응을 통해 차별점을 전달하기 쉽다. 홈뷰티 디바이스 역시 작동 과정과 사용 전후의 변화를 영상으로 보여주기엔 적합하다. 최근에는 색상과 질감, 형태 등 제형 자체가 콘텐츠 소재로 활용되는 사례도 늘고 있다. **K-뷰티는 새로운 성분과 제형, 사용 방식을 적극적으로 선보여온 만큼 숏폼 콘텐츠를 통해 새로운 제품을 발견하는 소비 방식과 잘 맞는다.** 실제 2026년 2분기 미국 틱톡샵 화장품 판매 상위권에는 메디큐브와 닥터멜락신이 포함됐으며, 같은 기간 에이피알 북미 매출에서 틱톡샵이 차지하는 비중은 약 30%까지 상승했다.

발견형 소비의 확대는 신규 브랜드의 시장 진입장벽을 낮추고 있다. 기존 브랜드 인지도가 낮더라도 제품의 특징과 사용 장면을 효과적으로 전달하면 알고리즘을 통해 소비자에게 노출되고 초기 수요를 확보할 수 있기 때문이다.

그림 29. 미국 틱톡샵 2Q26 탑 10 화장품 브랜드



자료: Charm.io, 상상인증권

그림 30. 아렌시아 비타민 C 토닝샷 틱톡 영상



자료: TikTok, 상상인증권

빠른 제품화를 가능하게 한 분업 생태계

ODM과 유통사 분업

낮은 진입장벽을 만든 분업 구조

SNS를 통해 소비자 반응을 빠르게 확인할 수 있게 된 만큼, 이를 제품으로 구현하는 속도 역시 중요해졌다. K-뷰티는 원료와 용기부터 ODM, 수출 유통까지 각 영역이 전문화된 분업 생태계를 구축하고 있다. 브랜드사는 생산설비와 해외 유통 인프라를 직접 보유하지 않아도 외부 전문업체를 활용해 제품 개발과 생산, 수출을 진행할 수 있다. 이에 따라 상대적으로 적은 자본으로 시장에 진입하고 제품 기획과 마케팅에 역량을 집중할 수 있다.

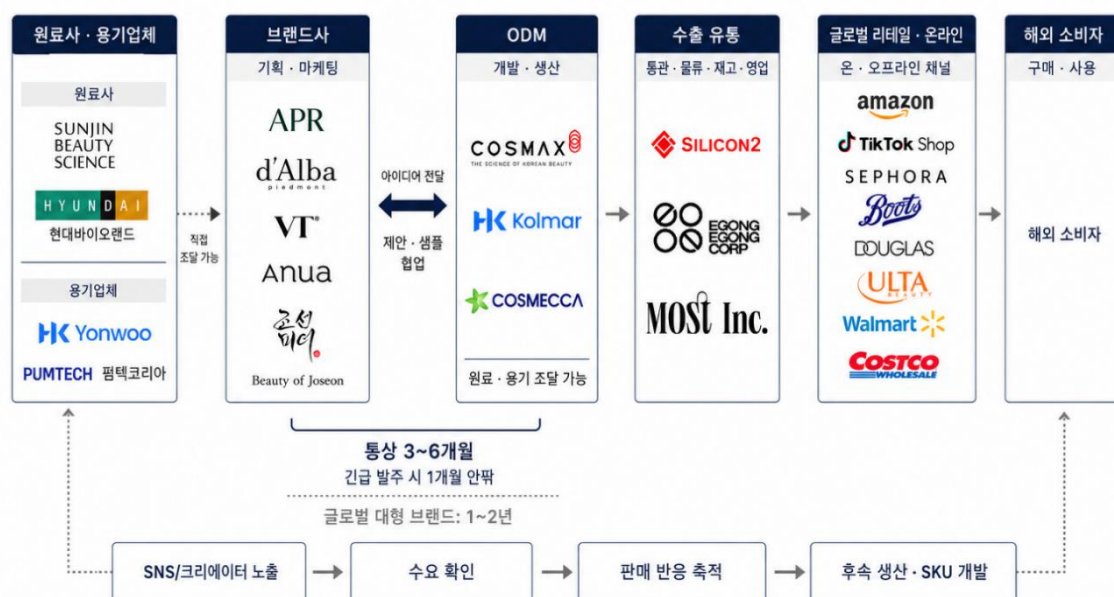
제품 개발과 생산은 코스맥스와 한국콜마 등 ODM 업체가 담당한다. ODM을 활용하면 신제품 기획부터 출시까지 통상 3~6개월이 소요되며, 긴급 발주의 경우 1개월 안팎까지 단축할 수 있다. 글로벌 대형 브랜드의 신제품 개발에 통상 1~2년이 필요한 것과 비교하면 소비자 트렌드를 제품으로 구현하는 속도가 빠르다.

제품 생산 후에는 실리콘투 같은 수출 전문 벤더가 통관과 국제운송, 현지 재고 관리 및 리테일러 영업을 지원한다. 덕분에 중소형 브랜드도 국가별 물류망과 영업조직을 직접 구축하지 않고도 해외에 진출할 수 있으며, 국가와 유통 채널을 확대할 수 있다.

소비자 반응을 빠르게 제품으로 구현

분업 생태계의 핵심은 소비자 반응을 빠르게 포착하는 디지털 마케팅과 이를 실제 제품으로 구현하는 공급망이 비슷한 속도로 움직인다는 점이다. SNS에서 새로운 성분이나 제형에 대한 수요가 확인되면 ODM을 활용해 빠르게 제품화하고, 크리에이터 콘텐츠를 통해 다시 시장에 노출한 뒤 판매 반응을 후속 생산과 SKU 개발에 반영할 수 있다. 이 주기가 짧다는 점이 K-뷰티의 빠른 시장 대응을 가능하게 한다.

그림 31. 빠른 공급을 가능하게 한 K-뷰티 분업 생태계



자료: 상상인증권

판매 접점이 넓어진다

온라인은 저비용 검증 채널이자 확장의 출발점

온라인: 아직 더 커질 시장

빠른 제품화와 공급이 가능하더라도 실제 소비자 반응을 확인할 판매 채널이 필요하다. K-뷰티는 아마존과 틱톡샵 등 온라인 채널을 통해 상대적으로 적은 비용으로 해외 소비자 반응을 확인하고, 판매가 검증된 제품을 다른 국가와 오프라인 유통으로 확장해왔다. 이러한 전략은 글로벌 화장품 유통에서 온라인 비중이 높아지는 흐름과 맞물려 성장 속도를 높였다.

글로벌 화장품 시장에서 유통의 중심은 점차 온라인으로 이동하고 있다. McKinsey에 따르면 현재 글로벌 화장품 시장에서 이커머스 매출 비중은 약 28%로 가장 높은 수준이며, 향후 시장 성장에서도 온라인 채널의 기여도가 높을 것으로 예상된다. 특히 소셜커머스는 주요 유통 채널 가운데 가장 빠른 성장세를 보이고 있다.

미국과 유럽에서도 온라인 채널은 빠르게 성장하고 있지만 여전히 오프라인 중심의 시장 구조가 유지되고 있다. Euromonitor에 따르면 화장품 이커머스 비중은 각각 39%, 18% 수준에 그쳐 침투율 상승 여력이 크다. 향후 화장품의 이커머스 침투율이 높아질수록 온라인을 중심으로 해외 판매 기반을 확대해온 K-뷰티에 유리한 유통 환경이 조성될 것으로 판단한다.

그림 32. 권역별 채널별 화장품 시장 성장률 전망(2025~2030)



자료: McKinsey&Company, 상상인증권

아마존 국가별 K-뷰티 SKU 성과

이러한 경쟁력은 아마존 순위에서 확인되고 있다. 2023년 이후 미국 아마존에서 주요 K-뷰티 브랜드의 판매 순위와 점유율이 상승했으며, 최근에는 영국과 독일, 프랑스 등 유럽 주요 국가에서도 다수의 K-뷰티의 SKU가 상위권에 진입하고 있다. 미국 온라인 시장에서 시작된 K-뷰티의 성과가 다른 국가로 확산되고 있는 것이다.

표 6. 아마존 브랜드별 순위 구간 SKU 수

🏆 브랜드별 순위 구간 SKU 수 (국가별, 2026-08-27)										
구간	미국	영국	독일	프랑스	스페인	이탈리아	캐나다	호주	일본	국가합산
메디큐브										72
1-10	1	5	1	2	6	6	-	-	1	22
11-25	3	2	1	5	2	3	-	-	-	16
26-50	3	2	1	1	1	4	1	1	-	14
51-100	3	3	2	3	5	3	-	-	1	20
달바										14
1-10	-	-	1	-	1	-	-	1	-	3
11-25	-	-	1	-	2	-	-	1	-	4
26-50	-	-	-	-	1	-	1	-	1	3
51-100	-	1	-	-	-	-	2	-	1	4
바이오던스										19
1-10	1	-	1	1	2	2	-	1	-	8
11-25	-	1	1	2	-	-	-	-	-	4
26-50	-	1	-	-	2	-	1	1	-	5
51-100	1	-	-	-	-	1	-	-	-	2
아누아										13
1-10	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
11-25	-	-	-	-	-	-	-	1	1	2
26-50	-	-	1	-	-	-	-	-	1	2
51-100	2	-	2	-	-	-	1	2	2	9
셀리맥스										10
1-10	-	-	1	1	1	1	-	1	-	5
11-25	-	-	-	-	-	-	-	1	-	1
26-50	-	-	-	-	-	1	-	-	-	1
51-100	1	-	-	-	1	-	1	-	-	3
조선미녀										4
1-10	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
11-25	-	-	1	-	-	-	-	-	-	1
26-50	-	1	2	-	-	-	-	-	-	3
51-100	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
스킨1004										4
1-10	-	-	-	-	-	-	-	2	-	2
11-25	-	-	-	-	-	-	-	1	-	1
26-50	-	-	-	-	-	-	-	1	-	1
51-100	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

자료: 아마존, 상상인증권

검증된 K-뷰티를 확보하려는 글로벌 리테일러 확대

오프라인: 온라인에서 검증된 브랜드가 매대로 간다

온라인에서 확인된 K-뷰티 수요는 오프라인 유통으로 빠르게 확산되고 있다. 세포라와 얼타뷰티, 타깃, 월마트 등 주요 리테일러가 K-뷰티 브랜드 입점을 확대하고 있으며, 일부 유통사는 K-뷰티를 별도의 카테고리로 구성해 소비자 노출을 강화하고 있다. 얼타뷰티는 온라인몰에서 K-뷰티 전용 페이지를 운영하고 있으며, 2026년 2분기 K-뷰티 매출도 전년 동기 대비 두 자릿수 성장했다.

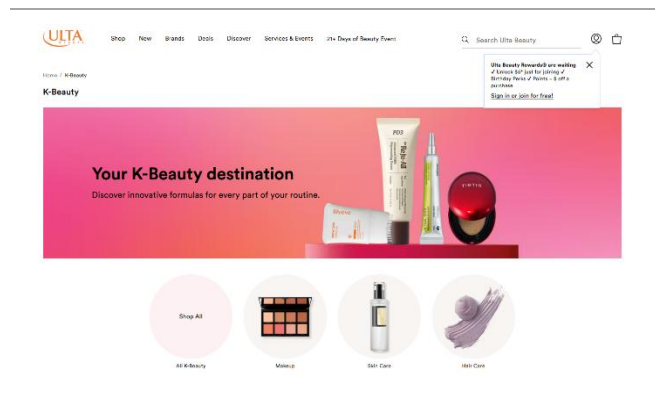
온라인에서 확인된 수요는 이미 주요 브랜드의 오프라인 매출로 이어지고 있다. 에이피알의 북미 오프라인 매출 비중은 2026년 1분기 18%에서 2분기 23%로 상승했으며, 같은 기간 얼타뷰티·타깃·월마트향 합산 매출은 400억원대로 추정된다. 특히 4월 입점한 타깃의 2분기 매출이 기존 얼타뷰티향 매출을 상회하는 등 신규 채널에서도 초기 판매 성과가 확인되고 있다.

달바글로벌 역시 2025년 12월 미국 코스트코 약 150개점에서 판매를 시작한 이후 2026년 7월 약 650개 전점으로 확대됐으며, 판매 호조를 바탕으로 추가 SKU도 도입되고 있다. 온라인에서 검증된 브랜드를 중심으로 입점 점포와 취급 품목이 함께 늘어나면서 K-뷰티의 오프라인 확장은 실제 매출 성장 단계로 진입하고 있다.

CJ올리브영의 미국 진출

K-뷰티 전문 유통 플랫폼의 해외 진출도 시작됐다. CJ올리브영은 2026년 5월 미국 캘리포니아 패서디나에 첫 오프라인 매장을 열고 약 400개 브랜드, 5,000여개 상품을 선보였다. 미국 전용 온라인몰도 동시에 개설했으며, 2027년 초까지 캘리포니아 내 매장을 5개로 확대할 계획이다. 기존에는 K-뷰티 브랜드가 세포라와 얼타뷰티 등 현지 리테일러에 개별적으로 입점하는 방식이 중심이었다면, 최근에는 K-뷰티를 전문적으로 큐레이션하는 유통 채널 자체도 해외로 진출하면서 소비자 접점이 다양해지고 있다.

그림 33. 얼타뷰티 K-뷰티 전용 카테고리



자료: Ulta beauty, 상상인증권

그림 34. 올리브영 미국 패서디나점 개점 첫날



자료: CJ올리브영, 상상인증권

표 7. K브랜드 주요 리테일러 입점 현황

		미국								영국					스페인			독일			이탈리아		멕시코	
기업	브랜드	세포라	얼타뷰티	코스트코	타겟	월마트	노드스트롬	틱톡	아마존	세포라	부츠	슈퍼드러그	틱톡샵	아마존	Primor	세포라	세포라	DM	Rossmann	Douglas	세포라	Douglas	세포라	
아모레퍼시픽	코스알엑스		○	○	○	○	○	○	○	○	○	○			○			○	○	○		○		
	에스트라	○			○				○	○		○					○	○				○		○
	라네즈	○			○	○		○	○	○	○				○	○	○					○		○
	에뛰드		○																					
	이니스프리	○				○			○	○	○						○	○				○		
	설화수	○					○		○															
에이피알	메디큐브		○	예정	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
달바글로벌	d'Alba		○	○		○		○	○		○	○			○				○	○				
LG 생활건강	닥터그루트	○		○				○	○															
더파운더즈	아누아		○		○			○	○	○	○	○			○	○	○		○	○	○	○	○	○
구다이글로벌	스킨 1004		○	○	○		○	○	○	○	○	○			○			○	○	○		○	○	○
	조선미녀	○		○	○			○	○	○	○	○					○	○	○	○	○	○	○	○
	라운드랩		○	○	○		○		○	○	○	○			○			○	○	○		○	○	
	티르티르		○	○			○	○	○	○	○	○							○	○		○	○	
토리든	토리든	○		○	○			○	○			○			○			○				○		
뷰티셀렉션	바이오던스			○				○	○	○	○						○	○		○	○	○	○	○
엘애피코스메틱	메디힐		○	○	○			○			○				○									
하이네이저	퓨리토		○		○		○				○	○			○					○				
올리브인터내셔널	성분에디터		○		○			○	○			○	○	○										
파켓	믹순		○		○	○	○	○		○	○							○						
비나우	넘버즈인		○					○	○		○													
마녀공장	마녀공장		○	○	○		○		○						○									
브랜드 501	닥터멜락신				○			○	○		○													
고운세상코스메틱	닥터지				○				○															
포컴퍼니	아비브	○		○	○				○			○		○				○	○					
애플브랩	셀리맥스		○		○			○	○					○					○					
부스터스	이퀄베리				○			○	○		○													
동국제약	센텔리안 24			○			○	○	○		○	○												
아이패밀리에스씨	룸앤			○	○	○	○	○	○			○								○				
브이티	브이티		○	○	○	○	○	○	○		○	○		○	○			○						
클리오	클리오		○	○	○	○	○	○	○			○												
	페리페라				○	○		○	○			○												

자료: 언론보도, 각 사, 상상인증권

주: 입점 현황은 해당 리테일러의 공식 온·오프라인 판매 여부를 기준으로 하며, 직거래 및 현지 벤더·디스트리뷰터를 통한 유통을 모두 포함.

K-뷰티를 확보하려는 유통 채널 경쟁

국내에서도 K-뷰티를 확보하려는 유통 채널

K-뷰티의 판매 점점 확대는 해외 오프라인에만 국한되지 않는다. 국내에서도 올리브영 중심의 기존 유통 구조에 다이소와 무신사·컬라·지그재그 등 신규 채널이 가세하면서 소비자 접점이 빠르게 늘어나고 있다. 특히 기존 버티컬 플랫폼은 확보한 고객 기반을 바탕으로 뷰티 카테고리를 확대하고 있으며, 다이소도 저가소용량 제품을 앞세워 뷰티 입점 브랜드를 2022년 7개에서 2025년 150개까지 늘렸다. K-뷰티가 신규 고객을 유입할 수 있는 카테고리로 부상하면서 유통 채널의 브랜드 확보 경쟁도 확대되고 있다.

Next 약국

약국까지 넓어지는 K-뷰티의 판매 접점

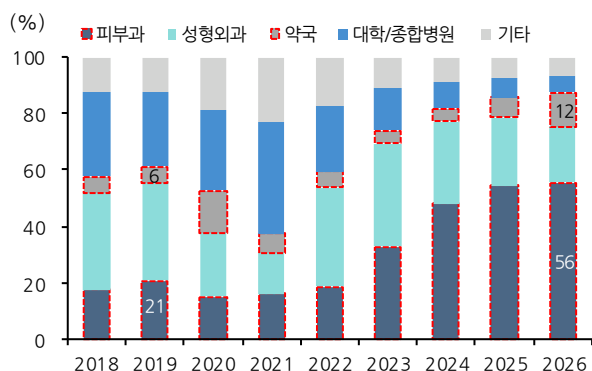
판매 채널이 세분화되는 가운데 최근 새롭게 부상한 접점은 약국이다. 약사의 상담·추천이 기존 H&B 스토어와 차별화되며 외국인 관광객의 관심을 끌고 있다. SNS에서도 '약사 추천 제품', '약국 쇼핑리스트' 등이 확산되면서 약국이 새로운 K-뷰티 쇼핑 동선으로 자리잡고 있다.

수요가 확인되자 유통 채널의 출점도 빨라지고 있다. 레디영은 주요 관광 상권을 중심으로 7개점까지 확대했으며, 옴티마웰니스뮤지엄과 도레미약국 등 뷰티 특화 약국도 등장했다. 지난해 명동에서 신규 개설된 약국은 11곳으로 2021~2024년 누적 3곳을 크게 상회했다.

화장품 브랜드 입장에서 약국은 새로운 대안 유통 채널이다. 올리브영 입점이 쉽지 않은 중소형 브랜드도 B2B 플랫폼을 통해 다수 약국에 제품을 공급할 수 있기 때문이다. 닥터리쥬올은 바로팜을 통해 약국에 입점해 창업 약 6개월 만에 매출액 250억원을 기록했으며, 브이타·닥터멜락신·THOME 등도 약국으로 판매 채널을 확대하고 있다.

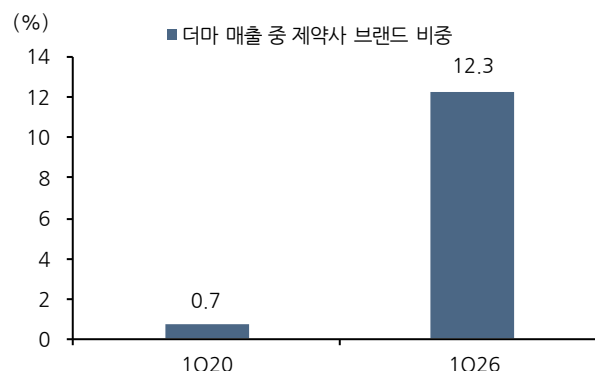
약국의 부상은 기존 H&B 채널에도 경쟁 압력으로 작용하고 있다. 올리브영도 더마·기능성 화장품을 꾸준히 확대해왔지만, 약국은 전문성과 상담 기능을 바탕으로 해당 카테고리에 더 적합한 채널로 부상하고 있다. 이에 올리브영은 2026년 3월 제약사와 협업한 '어드밴스드 더마' 카테고리를 출시하고 전용 매대를 650개점으로 확대했다. 6월 관련 매출은 4월 대비 260% 이상 증가했고 외국인 매출 비중도 70%에 달했다.

그림 35. 방한 외국인 의료 소비액 진료과목별 비율 추이



자료: 한국관광공사, 상상인증권

그림 36. 올리브영 더마 매출 중 제약사 브랜드 차지 비중



자료: 올리브영, 언론보도, 상상인증권

해외: B2B 수출 전문 벤더의 경쟁이 시작된다

K뷰티를 해외에 태우려는
사업자가 늘어난다

소비자와 만나는 판매 채널이 다양해질수록 브랜드와 각 채널을 연결하는 유통망의 역할도 함께 커진다. 특히 해외에서는 K-뷰티 수출이 빠르게 성장해온 반면 이를 전문적으로 유통하는 국내 B2B 사업자는 많지 않았다. 실리콘투를 비롯한 일부 수출 전문 벤더가 국내 브랜드의 제품을 매입해 수출과 현지 재고 관리, 리테일러 영업 등을 담당해왔으며, K-뷰티의 해외 침투 과정에서 이들 사업자의 외형도 빠르게 성장해왔다. 실리콘투의 2026년 2분기 매출액은 전년 동기 대비 51.8% 증가했으며, 유럽과 북미 매출은 각각 61.6%, 78.3% 성장했다. 중남미 역시 멕시코 법인 가동과 신규 거래처 확보에 힘입어 75.5% 증가했다. **K-뷰티의 수출 확대가 이를 해외 리테일러와 연결하는 B2B 유통 수요의 성장으로 이어지고 있는 것이다.**

빈 시장이었던 K-뷰티 수출 유통에
경쟁자들이 들어온다

시장이 커지면서 기존 사업자의 선점 경쟁과 신규 사업자의 진입도 나타나고 있다. 실리콘투는 유럽을 중심으로 현지 법인과 물류 거점을 확대하고 있으며, **우마와 이공이공, 그레이스, 아시아비엔씨 등 K-뷰티 수출유통 전문 사업자도 성장하고 있다.** 현지 유통사와 글로벌 리테일러의 직접 소싱까지 늘어나면서 과거 일부 전문 벤더를 중심으로 형성됐던 해외 유통 경로도 점차 다양해지고 있다.

기존 수출 벤더를 넘어 유통
플랫폼까지 시장 진입

특히 주목할 변화는 CJ올리브영의 진입이다. 올리브영은 글로벌 B2B사업부를 신설하고 해외 리테일러 대상 K-뷰티 공급 사업을 확대하고 있다. 2026년 8월에는 미국 세포라 약 580개 매장과 온라인몰에 '올리브영 K뷰티에딧' 매대를 선보였으며, 하반기에는 캐나다와 아시아 주요 국가 등 6개 지역 세포라로 확대할 계획이다. 올리브영은 글로벌몰을 통해 해외 소비자와의 접점을 이미 확보한 데다 브랜드 소싱 역량도 갖추고 있어, 기존 수출 전문 벤더와의 경쟁 구도도 본격화될 가능성이 높다.

향후에는 현지에 재고를 보유하고 리테일러의 납기 요구에 대응할 수 있는 물류 인프라와 거래처 네트워크가 경쟁력을 좌우할 것으로 판단한다. 특히 국가와 언어, 유통 채널이 파편화된 유럽에서는 다수의 브랜드와 리테일러를 효율적으로 연결할 수 있는 현지 운영 역량의 중요성이 더욱 커질 것으로 판단한다.

표 8. 세포라-올리브영 입점 K-뷰티 브랜드

브랜드명	기업명	브랜드명	기업명
아비브	포컴퍼니	마녀공장	마녀공장
아렌시아	아렌시아	메노킨	포레스트에비뉴
바닐라코	에프앤코	리쥬란	파마리서치
비플레인	모먼츠컴퍼니(서울리거)	에스네이처	에스네이처
바이오힐보	올리브영 PB	성분에디터	올리브인터내셔널
셀퓨전씨	씨엠에스랩	THOME	앳홀
파티온	동아제약	토리든	토리든
폴리	어덱트	웰라쥬	휴젤
헤브블루	헤브블루	힙드	세모컴퍼니
메이크프렘	매그니프		

자료: Sephora, 상상인증권

화장품 차원이 다르다

03

커지는 시장, 높아지는 Scale-up 의 문턱

누구나 시작할 수 있지만, 누구나 성장할 수는 없다

빨리 만드는 것에서, 크게 키우는 것으로

앞서 살펴본 제품 개발과 생산, 디지털 마케팅, 해외 유통 구조는 K-뷰티 브랜드의 시장 진입장벽을 크게 낮췄다. 생산설비와 해외 유통망을 직접 구축하지 않아도 제품을 출시할 수 있고, SNS를 통해 인지도가 낮은 브랜드도 글로벌 소비자에게 노출될 수 있다. 수년간 다수의 인디브랜드가 등장할 수 있었던 배경이다.

그러나 시장에 진입하는 것과 글로벌 브랜드로 성장하는 것은 다른 문제다. 초기에는 소비자 트렌드를 빠르게 제품에 반영하고 온라인에서 반응을 확보하는 것이 중요하지만, 브랜드 규모가 커질수록 히어로 SKU의 수요를 후속 제품으로 연결하고 판매 국가와 유통 채널을 넓혀야 한다. 이 과정에서 마케팅뿐 아니라 재고-물류와 현지 운영, 이를 뒷받침할 자본력까지 요구된다. 진입장벽은 낮아졌지만 스케일업의 난이도는 오히려 높아지고 있다.

마케팅은 광고 집행이 아니라 Testing → Learning → Scaling의 싸움

단순 물량보다는
Testing→Learning→Scaling 반복

SNS에서는 어떤 콘텐츠가 소비자의 반응을 얻을지 사전에 정확하게 예측하기 어렵다. 하나의 콘텐츠를 완성도 높게 제작하는 것보다 소재와 후킹 방식, 크리에이터를 다양하게 테스트해 반응을 확인하고 성과가 좋은 콘텐츠에 광고비를 집중하는 과정이 중요하다.

실제 닥터자르트는 틱톡 광고에서 서로 다른 광고 방식을 테스트한 결과, 특정 포맷을 활용한 광고의 클릭률이 기존 대비 276.7% 높게 나타났다. 처음부터 정답을 찾는 것보다 여러 번의 시행착오를 통해 반응이 좋은 방식을 찾아내는 것이 중요하다. 콘텐츠 생산량이 많을수록 시험할 수 있는 소재의 수가 늘고, 소비자 반응에 대한 데이터도 빠르게 축적된다.

따라서 마케팅에서 자본력은 단순한 광고 노출 확대보다 충분한 테스트를 반복하고 성과가 확인된 콘텐츠에 자원을 재배분할 수 있는 여력으로 쓰인다.

그림 37. 닥터자르트 TikTok 광고 A/B 테스트 예시



자료: TikTok, 상상인증권

주: 서로 다른 포맷을 테스트한 캠페인, CTR은 광고를 본 소비자 중 실제 클릭 비율, CPC는 클릭 1회당 발생 비용을 의미

노출 경쟁이 커질수록 마케팅의 비용도 높아진다

SNS는 무료로 콘텐츠를 게시할 수 있어 초기 진입장벽을 낮췄지만, 브랜드와 콘텐츠가 늘어나면서 안정적인 노출을 확보하기 위한 유료 광고의 중요성은 높아지고 있다.

광고 단가 상승

광고 수요가 늘어나는 가운데 단가도 상승하고 있다. Gupta Media에 따르면 인스타그램의 평균 CPM은 2019년 2.57달러에서 2025년 8.36달러로 상승했으며, 틱톡 역시 2020년 1.68달러에서 2025년 4.09달러로 높아졌다. YouTube는 2025년 6.16달러까지 상승했다.

대규모 콘텐츠 테스트가 스케일업 단계에서 사실상 필수

브랜드의 체급이 커지면 마케팅 방식 역시 소규모 크리에이터와 바이럴 콘텐츠에서 다수의 크리에이터, 대형 캠페인과 모델 계약으로 확대된다. 아누아는 2026년 글로벌 앰버서더로 켈달 제너, 국내 모델로 수지를 기용했다. 언론 보도에 따르면 켈달 제너와의 계약 규모는 연간 50억원 이상으로 추정된다. **온라인이 초기 브랜드의 노출 기회를 넓힌 것은 분명하지만, 확보한 반응을 글로벌 규모의 매출로 확대하기 위해 필요한 마케팅 투자는 커지고 있다.**

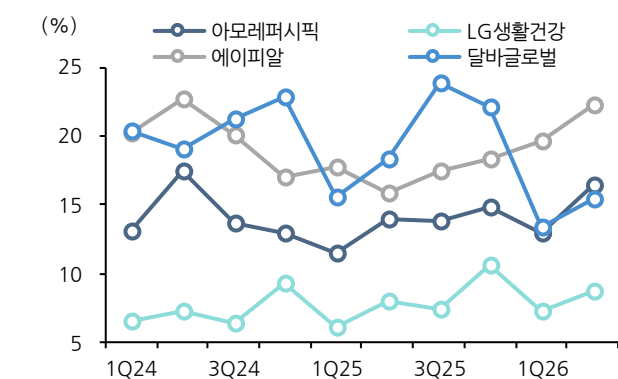
표 9. 소셜미디어 광고 단가 상승세 지속

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Instagram	2.57	2.38	4.81	4.35	5.90	8.46	8.36
Instagram Reels	-	-	1.70	2.61	3.81	4.35	4.30
Instagram Stories	1.62	1.52	2.30	2.49	4.04	6.10	5.88
TikTok	-	1.68	2.31	3.15	3.59	4.41	4.09
Youtube	1.86	0.87	1.45	1.84	1.55	3.00	6.16

자료: Gupta Media, 상상인증권

주: CPM은 광고 1,000회 노출당 비용, 단위 \$

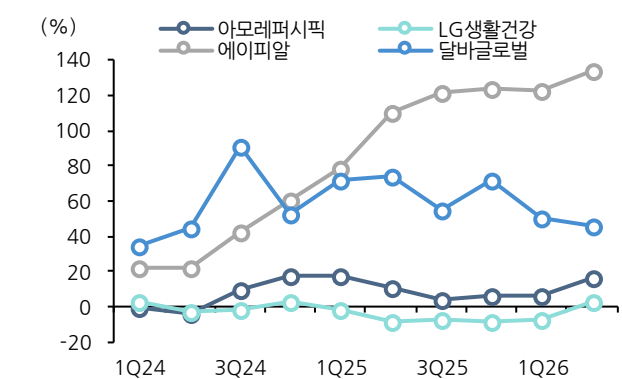
그림 38. 주요 브랜드 4사 매출액 대비 광고선전비 비중 추이



자료: Quantiwise, 상상인증권

주: LG생활건강은 화장품 외 생활용품·음료 사업을 포함한 연결 기준

그림 39. 주요 브랜드 4사 분기별 매출성장률 추이



자료: Quantiwise, 상상인증권

주: LG생활건강은 화장품 외 생활용품·음료 사업을 포함한 연결 기준

입점 이후에도 노출 경쟁은 계속된다

SNS뿐 아니라 유통 플랫폼 내부에서도 노출 경쟁

아마존과 알타뷰티 등 주요 유통사는 입점 브랜드를 대상으로 검색 결과와 추천 영역의 노출을 판매하는 리테일 미디어(Retail Media) 사업을 운영하고 있다. 알타뷰티 역시 4,600만명 이상의 리워드 회원 데이터를 활용한 자체 광고 플랫폼 UB Media를 통해 알타닷컴과 앱에서 상품 검색광고와 배너형 광고 등을 제공한다. 이에 따라 브랜드는 SNS 광고뿐 아니라 유통 플랫폼 내부에서도 상품 노출을 확보하기 위한 광고비를 추가로 집행해야 한다. 온라인몰이나 매장에 제품을 입점시킨 이후에도 소비자의 눈에 띄기 위한 노출 경쟁은 계속된다.

자연 노출이 늘어도 유료 광고는 더 늘었다

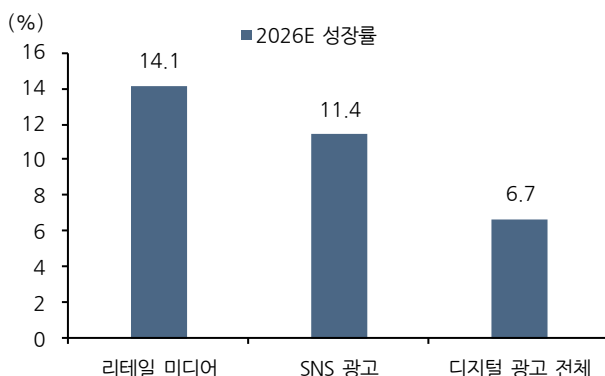
Navigo에 따르면 2026년 2분기 알타닷컴 전체 뷰티 카테고리에서 광고 상품을 제외한 일반 검색 상품 노출은 전분기 대비 14.3% 감소한 반면 유료 광고 활동은 5.5% 증가했다. 더욱 주목할 점은 K-뷰티다. 같은 기간 K-뷰티의 일반 검색 노출은 11.2% 증가했지만 유료 광고 활동은 37.5% 확대됐다. 자연 검색 수요가 증가하는 상황에서도 브랜드들이 추가적인 노출과 성장을 확보하기 위해 유료 광고를 적극적으로 병행하고 있는 것이다.

리테일 미디어도 반복 테스트가 핵심

광고 운영 방식도 정교해지고 있는데 2025년 아누아는 Ulta.com에서 75개의 Sponsored 상품에 7,236개의 검색어를 연결해 광고를 집행했다. 상품 수 대비 매우 많은 검색어를 활용해 소비자 반응을 폭넓게 테스트한 뒤 성과가 확인되는 영역에 광고를 집중하는 방식이다. SNS에서 다양한 콘텐츠를 시험해 반응이 좋은 소재를 찾는 것과 마찬가지로, 유통 플랫폼 내부에서도 반복적으로 테스트하며 효율이 높은 지점을 찾아가는 것이다.

유통 플랫폼 내부에서도 광고 집행 규모보다 검색어와 노출 영역을 반복적으로 테스트하고 효율이 높은 영역에 자원을 집중하는 운영 역량이 중요하다.

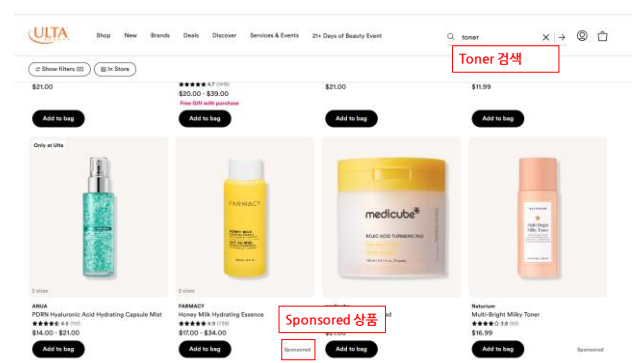
그림 40. 글로벌 광고 지출 성장률 전망



자료: Dentsu, 상상인증권

주: 글로벌 56개 시장 기준. 리테일 미디어는 Amazon 등 유통 플랫폼 내 상품 검색 및 노출을 위한 광고를 의미

그림 41. Ulta Beauty 검색 결과 내 Sponsored 상품 노출 예시



자료: Ulta Beauty, 상상인증권

글로벌화될수록 물류·운영이 경쟁력이 된다

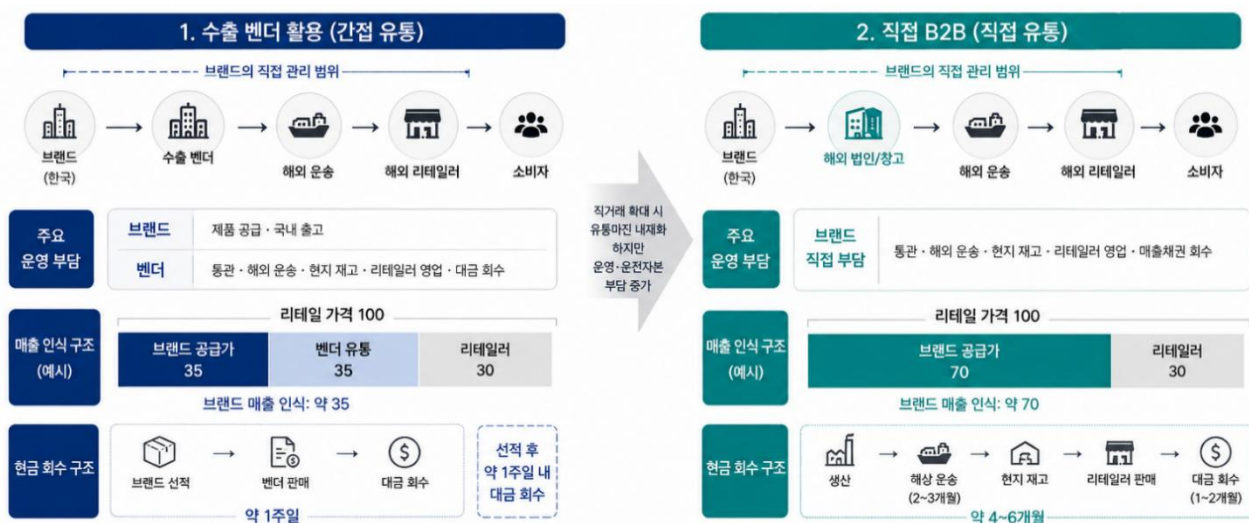
직접 진출 및 리테일러와의 직거래는 재고와 운전자본까지 직접 부담하는 선택

성장할수록 커지는 운전자본 부담

초기 해외 진출에서는 수출 전문 유통업체를 활용해 통관과 물류, 현지 재고와 리테일러 영업을 상당 부분 외부에 맡길 수 있다. 그러나 브랜드가 성장하면서 유통마진을 내재화하고 가격과 거래처에 대한 통제력을 높이기 위해 직거래를 확대하면 재고와 매출채권도 직접 부담해야 한다.

해외 판매는 제품을 판매하기 전에 현금이 먼저 투입되는 구조다. 현지 수요에 대응하기 위해 재고를 선제적으로 배치해야 하고, 납품 이후에도 리테일러의 대금 결제까지 시간이 소요된다. 유럽은 해상운송에만 2~3개월이 걸리며 생산부터 현금 회수까지 약 6개월이 소요될 수 있다. 현재는 지정학적 이슈로 인해 유럽까지의 해상 운송에만 6개월이 소요된다. 미국 역시 리테일러마다 발주와 납품 방식이 달라 판매 채널이 늘어날수록 관리해야 하는 업무가 함께 증가한다. 직접 유통은 유통마진을 높일 수 있는 대신 성장에 필요한 재고와 운전자본도 브랜드가 직접 부담하는 구조다.

그림 42. 직접 진출은 재고와 운전자본까지 직접 부담하는 선택



자료: 상상인증권

주: 수출 벤더 활용 시 선적 후 약 1주일 내 대금 회수는 실리콘투 기준

잘 팔리는 순간이 오히려 가장 어렵다

수요 급증, 재고 대응이 관건

운영 역량의 차이는 수요가 예상보다 빠르게 증가할 때 더욱 잘 드러나는데, 특히 SNS 바이럴을 기반으로 성장하는 브랜드는 단기간에 주문이 급증할 수 있어, **충분한 재고를 확보하지 못해 품질이 장기화되면 오히려 판매순위가 떨어질 수 있다.** NielsenIQ가 제시한 미국 아마존 헤어 글로스 제품 사례에서는 틱톡 바이럴 이후 급증한 수요에 재고가 부족해 품질률이 20.5%까지 상승했고, 이에 따라 약 20%의 판매 기회가 사라졌다. 품질은 아마존 내 판매 순위와 노출 감소로도 이어졌다. 이후 빠른 재입고를 통해 재고를 정상화하자 판매액은 43% 반등했다.

빠른 대응에는 비용이 따른다

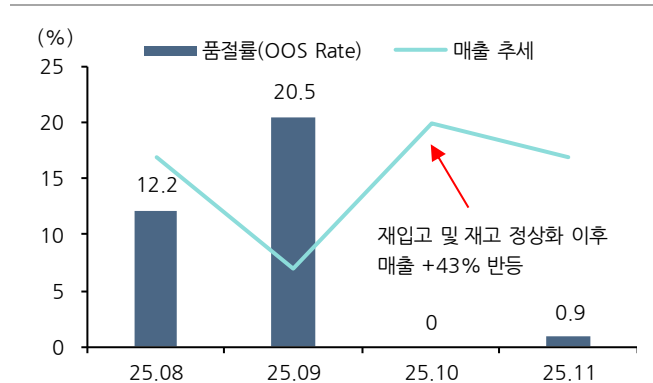
문제는 품질을 피하기 위해 재고를 빠르게 보충할수록 비용 부담이 커진다는 점이다. 충분한 시간을 두고 해상운송으로 제품을 공급하면 비용을 낮출 수 있지만, 예상보다 판매가 빠르게 늘어나면 항공운송을 활용해야 한다. 항공운임은 해상운송의 약 7~10배에 달할 수 있어 판매 기회를 확보하는 대신 수익성 부담이 커진다. 실제 에이피알은 2026년 2분기 유럽 판매가 예상보다 빠르게 증가하면서 긴급 물량을 항공으로 운송했고, 이 과정에서 약 300억원의 항공물류비가 발생했다.

생산·재고·운송의 조율이 핵심

또한 판매가 급증한 제품의 추가 생산이 필요하더라도 해당 제품을 생산하는 ODM사의 CAPA가 충분하지 않다면 공급량을 단기간에 늘리기 어렵다. 에이피알의 제로모공패드 역시 수요 확대 과정에서 생산량을 빠르게 늘려야 했던 대표적인 사례다. **브랜드는 제조사와 생산 물량을 사전에 확보하고, 판매 증가에 맞춰 추가 생산이 가능하도록 공급망을 관리해야 한다.**

결국 글로벌 스케일업에서는 수요예측과 이에 맞춘 생산·재고·운송의 조율이 중요하다. 수요예측이 빗나가면 품질로 판매 기회를 잃거나, 반대로 과잉재고와 물류비 부담이 발생할 수 있기 때문이다.

그림 43. 품질률 상승 이후 매출 감소, 재입고 후 반등



자료: NIQ, 상상인증권

주: 품질률은 NIQ 추정 수치이며, 매출 추세선은 NIQ 원자료를 재현한 것으로 별도의 매출 수치 축은 제공되지 않음

표 10. 글로벌 판매 확대에 따른 물류 부담 사례

기업	글로벌 확장 과정	물류 부담
달바글로벌	북미 매출 비중 확대	장거리 운송 증가로 운반비 상승.
에이피알	유럽 수요 급증	온라인 물량 항공운송 전환, 2Q26 항공물류비 약 300억원

자료: 각 사, 상상인증권

화장품 차원이 다르다

04

성장의 경계도 넓어진다

미용에서 피부 건강으로

스킨 롱제비티

관리 시점과 대상이 넓어진다

지금까지 살펴본 K-뷰티의 체급 변화는 기존 글로벌 화장품 시장 안에서 점유율과 판매 지역을 넓힌 결과다. 여기서 한 단계 더 나아가 K-뷰티가 경쟁하는 시장의 범위 자체가 넓어질 가능성이 있다. 소비자의 지출 대상이 화장품에서 피부관리 전반으로 확대되고 있기 때문이다.

최근 뷰티 산업에서 주목받는 스킨 롱제비티(Skin Longevity)는 이러한 변화의 방향을 보여준다. 안티에이징이 이미 나타난 노화 징후를 완화하는 데 초점을 맞췄다면, **스킨 롱제비티는 피부의 건강한 상태와 기능을 장기간 유지하는 것을 목표로 한다.** 피부관리를 문제 발생 이후의 교정이 아니라 예방과 유지의 관점에서 바라보는 것이다.

이러한 변화는 피부관리의 시점과 대상을 넓힌다. 기존 안티에이징이 주름이나 탄력 저하 등 노화 징후가 나타난 이후의 관리에 집중했다면, 예방과 기능 유지에서는 피부 상태가 양호한 시기부터 관리가 이루어진다. 관리 대상 역시 피부 장벽, 재생, 자외선 방어, 색소 등으로 세분화되면서 소비 가능한 제품과 서비스의 범위도 넓어질 수 있다.

효능 중심 소비가 피부관리 시장을 넓힌다

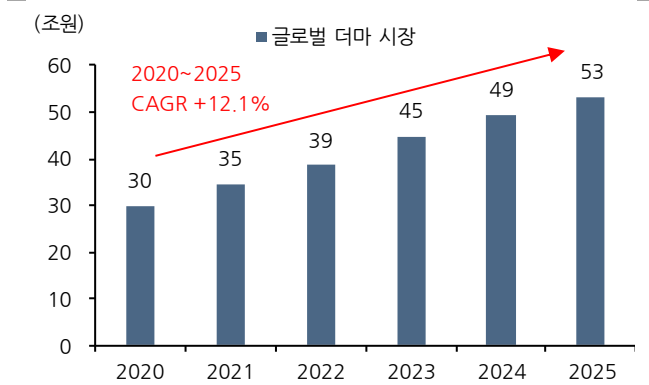
피부 상태를 장기적으로 관리하려는 수요가 커질수록 제품 선택에서도 구체적인 성분과 효능의 중요성이 높아진다. 이러한 흐름은 전체 화장품 시장보다 빠르게 성장 중인 더마에서도 확인된다. Euromonitor에 따르면 글로벌 더마코스메틱 시장은 2020년 29.9조원에서 2025년 53.1조원으로 확대되며 연평균 12.1% 성장하였다. 로레알 역시 2026년 상반기 전체 매출액이 6.5% 증가한 가운데 Dermatological Beauty 사업부는 10.6% 성장했다. **더마코스메틱은 피부과학과 특정 피부 고민에 대응하는 효능을 주요 경쟁력으로 내세우는 영역이다.** 전체 화장품보다 더마 시장이 빠르게 성장하고 있다는 점은 소비자의 관심이 단순한 미용 효과보다 피부 상태의 개선과 유지로 이동하고 있음을 보여준다.

그림 44. 피부관리의 초점, 노화 징후 교정에서 기능 유지·예방으로



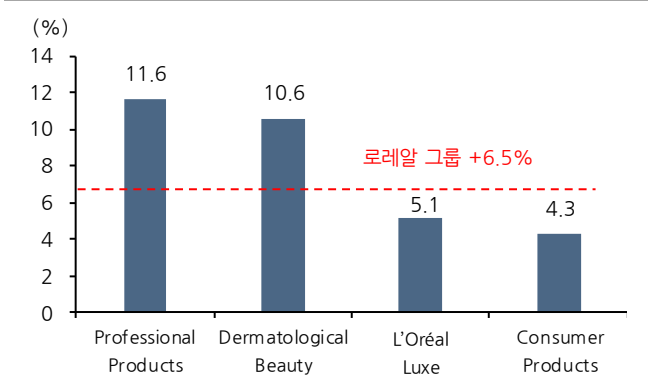
자료: 상상인증권

그림 45. 글로벌 더마 시장 규모



자료: Euromonitor, 상상인증권

그림 46. 로레알 전체 매출액 성장률을 상회하는 더마 사업부



자료: L'oreal, 상상인증권

주: 1H26 Adjusted like-for-like 기준

피부 고민에서 성분과 효능으로

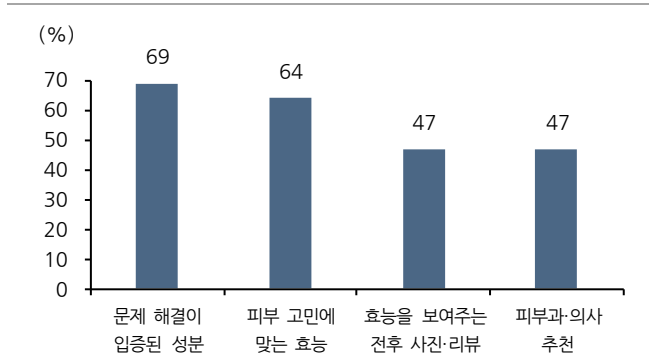
피부 건강을 둘러싼 경쟁 영역 확대

피부관리의 목적이 피부 상태의 유지로 이동하면서 제품을 고르는 기준에도 성분과 효능의 중요성이 높아지고 있다. The Benchmarking Company의 2025년 조사에서 미국 여성 소비자의 69%는 특정 피부 고민을 해결하기 위한 제품을 선택할 때 문제 해결이 입증된 성분을 중요하게 고려했으며, 64%는 자신의 피부 고민에 부합하는 명확한 효능을 중시했다. 제품 탐색의 기준이 브랜드나 이미지에 그치지 않고 성분과 구체적인 효능으로 세분화되고 있는 것이다.

전문 피부관리 성분이 화장품으로 확산

피부과와 의료미용 영역에서 알려진 PDRN이 화장품 시장에서 빠르게 주목받는 것도 같은 맥락이다. Spate에 따르면 PDRN 관련 구글·틱톡·인스타그램의 월평균 소비자 참여는 2026년 3,720만건으로 전년 대비 609.8% 증가하였다. 전문 피부관리 영역의 성분이 화장품으로 확산되면서 소비자가 브랜드뿐 아니라 성분 자체를 기준으로 제품을 탐색하는 모습이 뚜렷해지고 있다.

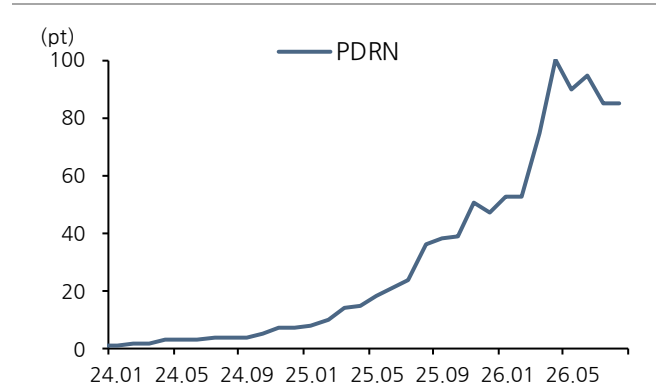
그림 47. 피부 고민 발생 시 스킨케어 제품 선택 기준



자료: The Benchmarking Company, 상상인증권

주: 2025년 8월 미국 여성 뷰티·퍼스널케어 소비자 3,460명 대상

그림 48. PDRN에 대한 소비자 관심 급증



자료: Google Trends, 상상인증권

주: Google Trends 검색 관심도 지수. 조회기간 내 최고점을 100으로 표준화

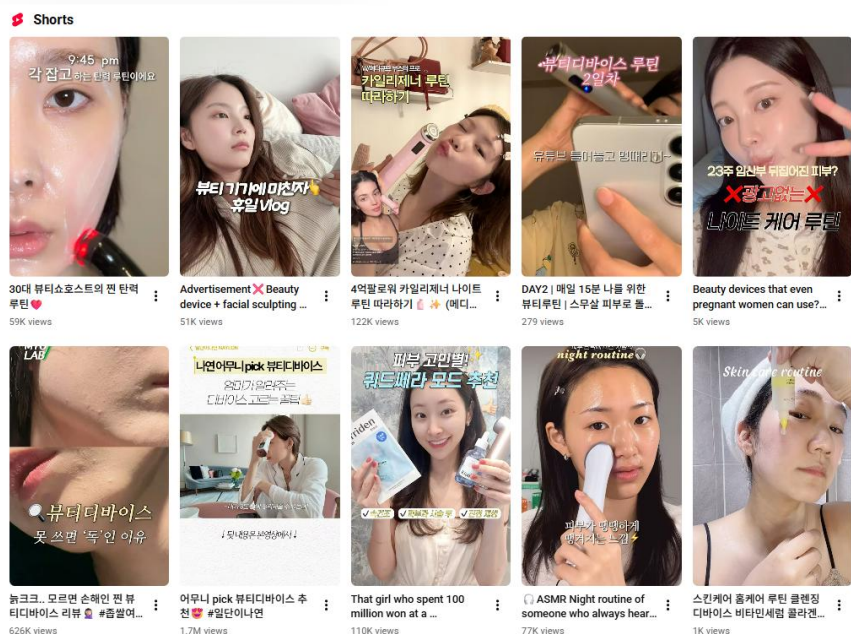
화장품보다 적극적이고, 시술보다 일상적으로

화장품과 미용시술 사이를 채우는 디바이스

피부를 집에서 꾸준히 관리하려는 소비자가 늘면서 홈케어 방식도 다양해지고 있다. 기능성 화장품뿐 아니라 팔사와 같은 마사지 도구나 홈뷰티 디바이스를 함께 사용하는 소비자도 있으며, 유튜브와 SNS에서도 스킨케어 제품과 뷰티 디바이스를 함께 사용하는 홈케어·나이트 루틴 콘텐츠를 쉽게 확인할 수 있다.

이 가운데 홈뷰티 디바이스는 화장품보다 적극적인 관리를 집에서 반복할 수 있다는 점에서 화장품과 전문 미용시술 사이의 영역을 채우고 있다. 병원이나 클리닉을 방문하지 않고 사용할 수 있으면서 기능성 화장품과 함께 사용하기 쉽다는 점도 특징이다.

그림 49. 일상화되는 디바이스 사용



자료: Youtube, 상상인증권

디바이스가 넓히는 소비자당 구매 품목

화장품 기업 입장에서는 디바이스 보급을 통해 판매 가능한 제품군을 넓힐 수 있다. 소비자는 기기와 함께 사용하는 세럼이나 크림을 추가로 구매할 수 있고, 브랜드는 하나의 피부 고민을 중심으로 화장품과 디바이스를 함께 제안할 수 있다. 하나의 제품을 판매하는 것보다 소비자당 구매 품목과 피부관리 접점을 확대할 수 있다는 의미다. 특히 일부 디바이스는 전용 크림이나 젤 등 소모성 제품을 함께 사용하기 때문에, 기기 판매 이후에도 관련 화장품의 반복 구매를 유도할 수 있다.

에이피알은 이러한 전략을 실제 사업에 적용하고 있다. 피부 고민별로 AGE-R 기기와 PDRN 세럼 등 기능성 화장품을 함께 사용하는 루틴을 제안하고 있으며, 메디큐브 AGE-R은 2026년 1월 글로벌 누적 판매량 600만대를 돌파했다. 에이피알의 2025년 뷰티 디바이스 매출액도 4,070억원을 기록하였다.

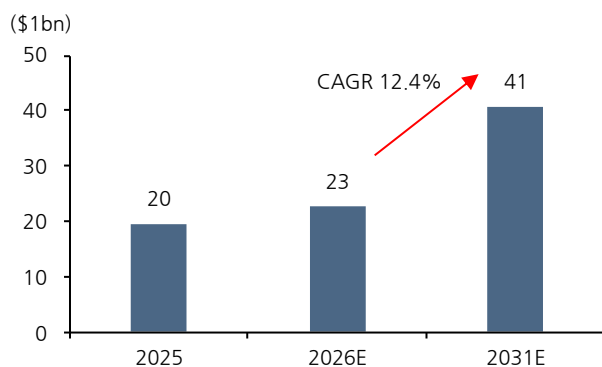
피부관리 수요, 미용 기술까지 확대

강도 높은 피부관리 수요도 빠르게 성장

앞서 확인한 효능 중심의 피부관리 수요는 화장품보다 강도가 높은 관리 방식에서도 나타나고 있다. MarketsandMarkets는 글로벌 미용의료 시장이 2026년 226억달러에서 2031년 406억달러로 연평균 12.4% 성장하고, 이 가운데 비수술 시술은 연평균 12.6% 성장할 것으로 전망한다. 특히 수술보다 접근성이 높은 비수술 시술이 빠르게 성장하고 있다.

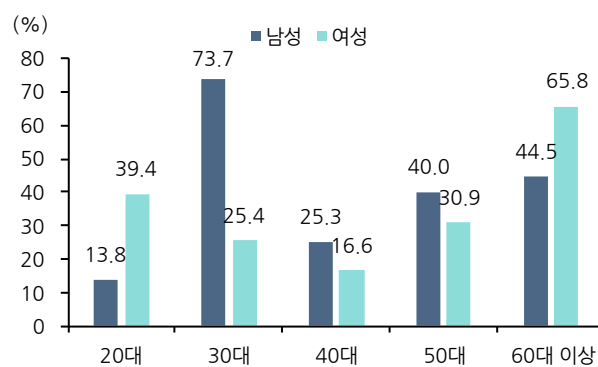
국내에서도 피부·미용 관리와 시술을 이용하는 소비가 확대되고 있다. 신한카드에 따르면 프랜차이즈형 피부과의 100만원 이상 고액 결제 건수는 2023년 상반기 대비 2025년 상반기 31.2% 증가했다. 특히 같은 기간 30대 남성의 이용 건수는 73.7% 늘어나 피부미용 소비층 역시 확대되고 있다.

그림 50. 글로벌 미용의료 시장 규모



자료: MarketsandMarkets, 상상인증권

그림 51. 1H23 대비 1H25 피부과 이용 건수 증가율



자료: 신한카드, 상상인증권

주: 대중적으로 이용되는 프랜차이즈형 피부과 기준.

화장품·디바이스·시술은 상호보완적

기능성 화장품과 홈뷰티 디바이스, 전문 미용시술은 서로를 대체하는 시장이라기보다 동일한 피부 고민을 서로 다른 강도와 가격대로 관리하는 상호보완적인 수단에 가깝다. 화장품과 홈뷰티 디바이스는 일상적인 관리뿐 아니라 전문 시술 전후의 애프터케어나 시술 사이의 유지 관리에도 활용할 수 있다. 반대로 보다 즉각적이거나 강도 높은 개선이 필요한 경우에는 전문 미용시술을 선택할 수 있다. 소비자는 피부 상태와 관리 목적에 따라 여러 수단을 이어서 사용할 수 있으며, 하나의 피부 고민을 중심으로 화장품과 디바이스, 시술이 연결되는 관리 루틴이 형성될 수 있다.

제품과 공급자의 경계도 무너진다 — Beauty Big Blur

화장품의 기술 기반이 바이오·미용의료로 확대

피부 건강을 둘러싼 경쟁 영역 확대

피부관리 시장의 외연이 넓어지면서 제품과 이를 공급하는 기업의 경계도 함께 흐려지고 있다. PDRN처럼 피부과와 의료미용 영역에서 먼저 활용되던 성분이 화장품으로 확산되고, 전문 관리에 사용되던 기술은 홈뷰티 디바이스를 통해 일상적인 피부관리 영역으로 들어오고 있다. 스킨 롱제비티로 소비자가 기대하는 효능의 수준이 높아질수록 이를 구현하기 위해 필요한 기술도 기존 화장품의 제형 개발을 넘어 바이오와 피부과학, 미용의료 영역으로 확대되고 있다.

글로벌 화장품 기업의 투자와 연구 방향에서도 이러한 변화가 나타나고 있다. 로레알은 2024년 미용의료 기업 갈더마 지분 10%를 약 18억유로에 취득한 데 이어, 2026년 2월 추가 지분 10%를 42억유로에 인수하며 지분율을 20%까지 높였다. 전통적인 화장품 기업도 향후 경쟁력을 확보하기 위해 바이오와 미용의료 기술에 대한 투자 규모를 확대하고 있다.

산업의 경계를 넘는 양방향 진출

보다 직접적으로 산업의 경계를 넘어서는 기업도 등장하고 있다. 에이피알은 미용의료 시장에 직접 진출을 선언했다. 2026년 첫 EBD 제품의 인허가를 완료하고 PN 기반 스킨부스터의 동남아 공급을 시작했다. 화장품과 홈뷰티에서 구축한 사업 기반을 보다 높은 기술 장벽과 수익성을 가진 미용의료 영역으로 확장하는 전략이다.

반대 방향의 진입도 빠르게 진행되고 있다. 제약바이오와 미용의료 기업은 보유한 성분과 원천기술, 의료 전문성을 활용해 화장품으로 사업 영역을 확대하고 있다. 동국제약은 셀텔리안24를 포함한 헬스케어 사업 매출이 2025년 3,164억원으로 전사 매출의 34%까지 확대됐으며, 파마리서치의 리쥬란코스메틱 역시 2025년 매출 1,316억원을 기록했다. 제약·미용의료 기업의 화장품 진출이 기존 화장품 기업과 실질적으로 경쟁할 수 있는 사업 규모로 성장하고 있는 것이다.

업종보다 중요해지는 제품화 역량

이러한 양방향 확장은 피부관리 시장에서 기업의 경쟁력이 더 이상 기존 업종의 경계만으로 결정되지 않음을 의미한다. 화장품 기업에는 피부과학과 바이오 기술을 확보해 이를 새로운 제품과 서비스로 확장하는 역량이 중요해지는 반면, 제약바이오와 미용의료 기업에는 보유 기술과 성분을 소비자가 반복적으로 구매할 수 있는 제품과 브랜드로 전환하는 역량이 요구된다.

결국 스킨 롱제비티를 중심으로 피부관리의 범위가 화장품과 디바이스, 미용 시술까지 넓어지면서 기업 간 경쟁의 경계도 화장품 산업 밖으로 확대되고 있다. 향후에는 전통 화장품 기업뿐 아니라 제약바이오와 미용의료 기업까지 동일한 피부관리 수요를 두고 경쟁하는 만큼, 성분과 기술을 제품화하고 이를 소비자 시장으로 확장하는 역량의 중요성이 높아질 전망이다.

표 11. 화장품·미용의료·제약바이오 간 경계 확대

확장 방향	기업	대표 사례
제약·바이오 → 화장품 진출	동국제약	더마코스메틱 브랜드 센텔리안 24 운영, 마데카 크림을 대표 제품으로 육성
	대웅제약	더마코스메틱 브랜드 이지듀 운영
	동아제약	더마코스메틱 브랜드 파티온 운영
	한미사이언스	EGF·PDRN 기반 약국 더마코스메틱 프로-캄 운영
	일동제약	PDRN 기반 리쥬닉 출시, 약국 화장품 확대
	셀트리온 계열	바이오 기술 기반 셀큐어·지피덤 등 운영
미용의료 → 화장품 진출	파마리서치	리쥬란의 PN·PDRN 이미지를 화장품으로 확장해 리쥬란 코스메틱 운영
	휴젤	클리니컬 코스메틱 브랜드 웰라쥬 운영
	메디톡스	더마코스메틱 브랜드 뉴라덤 운영
	Galderma	피부과·미용의료 사업과 함께 Cetaphil·Alastin 등 스킨케어 브랜드 운영
	클래시스	스케덤 및 슈링크홈 전용 코스메틱 확대
화장품 → 미용의료 진출	에이피알	EBD와 PN 스킨부스터로 미용의료 영역 확대
	네오팜	스킨부스터 힐로웨이브 국내 판권 확보를 통해 병·의원 미용의료 시장 진입
	더파운더즈(아누아)	필러 제조사 셀락바이오와 합작법인 설립, 미용의료 영역으로 사업 확장 추진
화장품 → 바이오·미용의료 투자	L'Oréal	Galderma 지분 20% 확보, 울릭스와 피부·모발 관련 RNA 기술 공동연구
	아모레퍼시픽	VIG 파트너스의 비올메디컬 인수 펀드에 800억원 전략적 출자, 비올과 EBD·스킨케어 연계 제품 및 서비스 공동개발 추진

자료: 언론보도 상상인증권

Outro: K-뷰티 산업의 체급이 달라졌다

소결

성장의 기반이 넓고 다변화됐다

앞선 분석을 통해 현재 K-뷰티의 성장은 일부 인디브랜드의 흥행이나 특정 국가에 의존한 단기적인 확산이 아니라, 브랜드의 규모와 수출 지역, 제품 카테고리, 판매 채널이 동시에 확대되는 구조적인 성장 국면임을 확인하였다. 미국에서 이미 수요가 검증된 가운데 유럽과 중남미로 성장 지역이 확산되고 있으며, 제품군과 판매 접점도 동시에 넓어지고 있다. 과거 중국 중심의 1차 성장기와 비교하면 성장의 기반이 한층 다변화된 것이다.

스케일업에서 기업별 격차가 벌어진다

또한 K-뷰티의 분업 생태계와 디지털 마케팅은 브랜드의 시장 진입과 초기 성장을 빠르게 만들었지만, 글로벌 스케일업은 여러 역량을 동시에 요구하는 종합예술에 가깝다. 디지털 마케팅을 통해 수요를 만들고 충분한 테스트와 광고 집행을 반복해야 하며, 사업 규모가 커질수록 글로벌 재고·물류와 현지 운영까지 안정적으로 관리해야 한다. 이 과정에서 마케팅비와 운전자본을 지속적으로 투입할 수 있는 자본력도 필수적이다. 결국 스케일업 단계에서는 마케팅 역량과 글로벌 운영, 이를 뒷받침하는 자본력을 고르게 갖춘 기업이 유리하다. 먼저 규모를 확보한 브랜드는 축적한 현금과 인지도, 유통망을 다시 성장에 투자할 수 있어 선도 업체의 경쟁우위는 더욱 강화될 가능성이 높다.

경쟁하는 시장의 범위도 넓어진다

장기적으로는 K-뷰티가 경쟁하는 시장의 범위도 넓어지고 있다. 소비자의 관심이 미용에서 피부 건강과 효능으로 확대되면서 화장품과 홈뷰티 디바이스, 미용시술의 경계가 흐려지고 있다. 따라서 K-뷰티의 성장 여력은 기존 글로벌 화장품 시장에서의 점유율 확대뿐 아니라 피부관리 시장 자체의 외연 확대에서도 발생할 수 있다.

같은 성장에서도 수혜의 방식은 다르다

결국 현재 K-뷰티 산업은 성장의 기반이 이전보다 넓고 단단해졌지만, 기업별 수혜의 차이는 오히려 커지는 국면으로 정의할 수 있다. 브랜드는 스케일업 역량에 따라 성과 격차가 확대될 가능성이 높은 반면, ODM과 용기 등 후방 밸류체인은 산업 전반의 성장에 보다 폭넓게 노출된다. 유통은 시장 확대의 수혜가 이어지는 동시에 신규 사업자의 진입에 따른 경쟁 구도 변화도 고려할 필요가 있다. 다음 장에서는 이러한 차이를 바탕으로 밸류체인별 투자 매력도와 종목 선별 기준을 살펴본다

화장품 차원이 다르다

05

투자전략

2026년 화장품 업황 리뷰

개선된 실적, 따라오지 못한 주가

2026년에 들어서 실적과 수출 모두 강한 흐름을 보이고 있으며, 2026년 1분기에는 시장의 낮아진 기대를 상회하는 실적이 이어졌고, 역대 최대 수준의 화장품 수출 실적을 기록하였다. 그럼에도 불구하고 상반기까지 국내 증시의 수급이 AI·반도체 업종에 집중되면서 화장품 기업의 실적 개선이 주가에 충분히 반영되지는 못했다. 반도체에서 매물이 출회된 이후에도 자금이 다른 업종으로 즉시 이동하기보다 대기성 자금으로 남으면서 펀더멘털보다 수급의 영향이 크게 나타났다.

2Q26 실적발표 이후 분위기 반전

분위기가 달라진 것은 2026년 2분기 실적발표 전후다. AI·반도체 대비 주가 상승 폭이 제한됐던 화장품 업종의 실적과 주가 간 괴리가 부각되면서 순환매가 유입되기 시작했다. 한국콜마와 코스맥스, 코스메카코리아 등 주요 ODM 업체가 높은 매출 성장과 시장 기대를 상회하는 실적을 기록했고, 일부 기업은 연간 실적 가이드런스도 상향했다.

특히 이번 실적 개선은 주요 ODM사와 브랜드사 전반에서 일어났는데 기초화장품을 중심으로 수출 성장세 지속 덕분이다. 2026년 화장품 업종의 반등은 단순한 실적 회복보다는 K-뷰티의 글로벌 수요 확대가 실적으로 재확인되는 과정에서 나타났다고 판단한다. 다만 9월 들어 원화 강세에 따른 수익성 부담 우려가 부각되며 업종 주가가 단기 조정받고 있다.

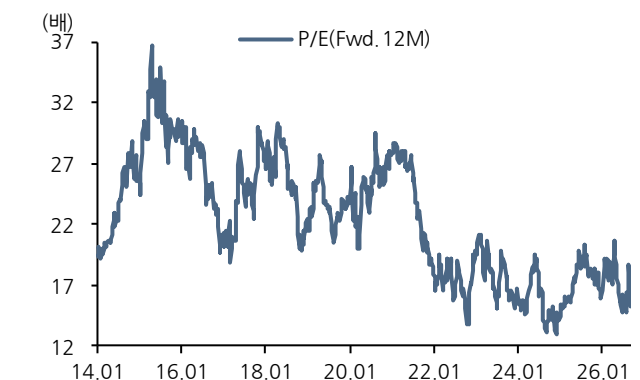
현재 WISE 화장품업종지수 기준 12MF PER은 15.2배로, 2014~2015년의 27.8배보다 낮은 수준이다. 당시와 달리 현재는 수출 지역이 미국을 넘어 유럽·중남미 등으로 다변화되고 있으며 주요 기업 실적도 높은 수준에서 성장을 이어가고 있다. 최근 주가 조정에도 불구하고 실적 성장과 글로벌 확장 추세가 유지되고 있다는 점에서 업종의 추가 상승 여력은 충분하다고 판단한다.

그림 52. 화장품 업종 주가지수 추이



자료: Quantwise, 상상인증권

그림 53. 화장품 업종 PER 추이



자료: Quantwise, 상상인증권

K-뷰티 성장, 어디를 살 것인가

브랜드: 승자독식

브랜드 수보다 빠르게 높아지는 생존의 문턱

K-뷰티 시장 성장이 모든 브랜드의 기업가치 상승으로 이어지는 것은 아니다. 화장품 책임판매업자수 신규등록 수는 증가하는 반면, 전체 업체 수는 2024년 27,932개로 전년 대비 3,592개 감소했다. 중소형 인디자본에서 시작한 브랜드들의 성공 사례가 이어지자 우후죽순 창업의 길로 뛰어들었던 사업자들이 고배를 마신 것이다.

반면 메디큐브, 조선미녀, 아누아 등 선도 브랜드는 이미 인디브랜드를 넘어 글로벌 중대형 브랜드로 성장하고 있다. 이들은 판매 증가로 창출한 현금을 다시 마케팅과 신제품, 해외 채고와 유통에 투입하면서 경쟁 우위를 확대할 수 있다. 메가브랜드에서부터 공격적인 투자를 감행하면서 신생 브랜드들의 성공 가능성은 더욱 감소할 것이다.

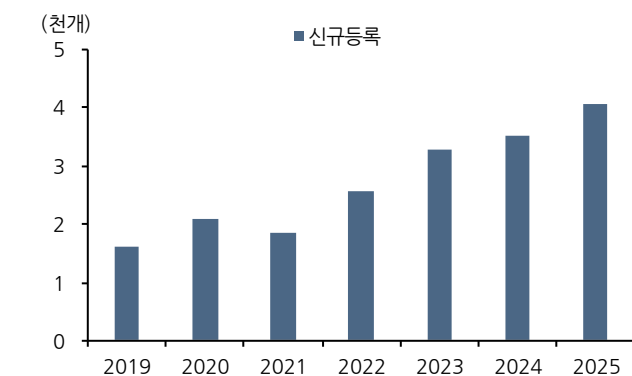
스케일업을 반복할 수 있는 기업들 선별

따라서 브랜드 투자에서는 단순히 K-뷰티 시장의 성장보다는 승자를 고르는 투자가 필요하다. 1) 멀티 SKU 확장 2) 마케팅 효율 3) 국가-채널 다변화 4) 채고-물류 운영 5) 이를 뒷받침할 자본력을 바탕으로 스케일업을 반복할 수 있는지를 판단해야 한다. 그로 인해 브랜드사에서는 최선호주로 에이피알을 제시한다.

자본력과 글로벌 운영이 경쟁우위를 결정

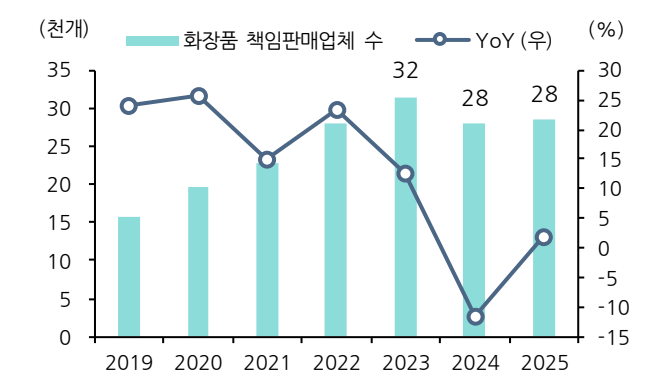
K-뷰티의 경쟁 기준은 제품을 빠르게 출시하는 능력에서 확보한 수요를 얼마나 크게 확장할 수 있는지로 이동하고 있다. 브랜드의 규모가 커질수록 마케팅비를 선집행하고 생산과 원부자재를 미리 확보하는 동시에 여러 국가의 채고와 물류까지 관리해야 한다. 이에 스케일업 단계에서는 충분한 자본력과 글로벌 운영 역량을 갖춘 기업의 경쟁우위가 확대될 것으로 판단한다.

그림 54. 화장품 책임판매업체 신규등록 수는 증가세 지속



자료: 식약처, 상상인증권

그림 55. 2024년에 감소한 화장품 책임판매업체 수



자료: 식약처, 상상인증권

ODM: K-뷰티 전체의 성장을 사는 방법

대량 발주를 넣는 고객이 많아졌다

과거에는 특정 고객사의 히트제품이 대량 발주로 전환되는지가 ODM사의 가동률과 수익성을 크게 좌우했다. 그러나 최근에는 메가브랜드의 외형이 확대되는 동시에 후발 브랜드도 빠르게 성장하면서 대량 발주를 넣는 고객 자체가 증가하고 있다. 한 ODM사는 MOQ가 약 5천개임에도 최근 수주 증가로 10만개 이하의 주문을 받기 어려울 정도로 생산 물량이 늘어난

것으로 파악된다. 이에 따라 주문이 대형, 중견 ODM뿐 아니라 중소형 업체까지 확산되며 산업 전체의 생산 물량이 증가하고 있다.

다만 업체별 접근은 달리할 필요가 있다. 대형사인 코스맥스와 한국콜마는 R&D, CAPA, 규제 대응, 대량 발주와 글로벌 생산거점 측면에서 높은 대응력을 갖추고 있으며, 중견 업체인 코스메카코리아 역시 규모는 상대적으로 작지만 이러한 역량을 전반적으로 보유하고 있다. 대형·중견 ODM은 고객 기반도 일정 수준 다변화돼 있어 특정 고객사의 실적보다 국내외 법인의 성장률과 가동률, CAPA 확대, 수익성 개선을 종합적으로 비교하는 것이 중요하다.

표 12. 주요 ODM 3사 생산능력 및 증설 계획

업체	현재 생산능력 / 운영 현황	CAPA 확대 계획
코스맥스	국내 연간 CAPA 약 9억개 태국 약 1억개 인도네시아 약 2.3억개	국내 연말까지 약 +10% 증설 9월 신공장 완공 후 2.3억개 2H27 신공장 완공 후 6억개
한국콜마	별도 기준 연간 CAPA 약 8.1억개 노후설비 교체·작업조 조정·계열사 활용	세종 신공장 2H27부터 순차 가동 세종 신공장 투자액 약 1,733억원
코스메카코리아	2교대 기준 연간 디자인 CAPA 약 13억개 음성 6.74억개, 청주 1.72억개 음성 1교대·가동률 약 35%, 청주 2교대·70%+ 미국 토토와 현지 생산 가능	기존 설비 교대 확대 및 생산성 개선 오창공장 6월 640억원 취득 후 9월 1,360억원 추가 투자 2027년부터 순차 가동 목표

자료: 언론보도, 각 사, 상상인증권

중소형사는 고객사와 SKU를 봐야 한다

반면 중소형 ODM사는 고객 기반이 상대적으로 좁아 주요 고객사와 핵심 SKU의 판매 성과, 초도 생산 규모와 재발주 여부가 실적에 미치는 영향이 크다. 대형·중견 업체의 CAPA가 빠르게 소진되면서 일부 주문이 중소형사로 확산되는 업황은 긍정적이지만, 실제 종목 선별에서는 어떤 고객과 제품의 물량을 확보했는지까지 확인해야 한다.

따라서 대형·중견 ODM은 국내외 법인의 이익 성장률과 CAPA 확대 효과를 종합적으로 비교하고, 중소형 ODM은 주요 고객사와 SKU, 오더 현황을 중심으로 선별할 필요가 있다.

용기: 판매량뿐 아니라 SKU 증가까지 수혜

SKU 확대가 용기 수요를 늘린다

K-뷰티 브랜드의 진출 국가와 제품군, SKU가 동시에 증가하면서 화장품 용기 수요도 확대되고 있다. 최근에는 제형과 사용 방식이 다양해지면서 용기 자체를 차별화하려는 수요도 늘고 있다.

화장품 용기는 고객사 전용 금형을 개발하는 커스텀몰드와 자체 개발한 금형을 활용하는 프리몰드로 구분된다. 프리몰드는 동일한 금형에 코팅 등 후가공을 달리해 복수 고객사에 공급할 수 있어 주문 변화에 유연하게 대응할 수 있다. 동일 금형과 자동화 설비를 반복 활용해 물량 증가에 따른 레버리지 효과도 크다. 반면 용기업체가 먼저 제품을 개발한 뒤 고객사의 채택을 이끌어내야 하는 만큼, 프리몰드 경쟁력은 결국 축적된 금형과 제품 개발 역량에서 차이가 발생한다.

진입장벽이 높은 용기 사업

화장품 용기는 금형 설계부터 사출, 후가공, 조립, 내용물 적합성 검증까지 다수의 공정을 거친다. 생산 인프라 구축에도 상당한 시간과 비용이 필요하다. 신규 공장은 가동까지 2년 이상, 기존 공장 인수 후에도 안정화까지 6개월~1년이 소요된다. **생산 인프라와 금형 설계 역량을 동시에 갖춰야 하는 만큼 신규 업체의 진입장벽도 높다.**

다만 모든 용기에서 진입장벽이 동일한 것은 아닌데, 튜브 등 구조가 단순한 범용 용기나 바다·해어 제품처럼 토출량의 미세한 차이가 사용 경험에 미치는 영향이 작은 제품에서는 중국산 저가 용기의 사용이 가능하다. 가격 민감도가 높은 저가 제품에서도 중국산 용기가 일부 활용되고 있다. **반면 펌프·스포이드 등 토출 안정성과 누액 방지, 내용물 적합성 등이 중요한 기능성 용기는 품질 차이가 제품 사용 경험으로 이어지는 만큼 저가 제품으로의 대체가 상대적으로 제한적이다.** 따라서 중국산 용기의 진입 자체보다는 범용 용기와 기능성·고부가 용기의 경쟁구도를 구분해 볼 필요가 있다.

CAPA 확대가 이익 성장으로 이어지는지 주목

용기는 K-뷰티 수요에 폭넓게 노출된다는 점에서 ODM과 유사한 수혜 구조를 갖는다. 국내 상장사 중 이러한 산업 성장에 직접적으로 노출된 종합 화장품 용기 업체는 사실상 펄텍코리아가 유일하다. 동사는 2025년 11월 4공장을 준공한 데 이어 6공장 가동을 시작하는 등 CAPA를 지속적으로 확대하고 있다. 향후에는 증가하는 용기 수요가 CAPA 확대와 생산 효율 개선을 통해 실제 매출과 이익 성장으로 이어지는지에 주목할 필요가 있다. 고부가 용기 비중에 따른 제품 믹스 변화 역시 수익성을 결정하는 주요 변수다.

유통: 성장하지만 희소성은 낮아질 수 있다

성장만큼 중요한 재고 회전과 현금흐름

K-뷰티의 해외 판매가 대형 오프라인 리테일러로 확대되면서 수출 전문 벤더의 성장 여력은 여전히 높다. **특히 오프라인 유통은 현지 재고를 선제적으로 확보하고 안정적으로 공급할 수 있는 보관 역량과 물류 인프라가 중요하다.** 다만 재고와 운전자본 투입이 필요한 만큼, 매출성장률뿐 아니라 재고 증가 속도와 회전율을 함께 확인할 필요가 있다. 특히 신규 국가와 거래처 확대 과정에서 재고가 매출보다 빠르게 증가하거나 현금 회수 기간이 길어질 경우 높은 성장률이 오히려 자금 부담으로 이어질 수 있다.

성장은 지속되지만 밸류에이션 희소성은 약화

한편 K-뷰티 수출 전문 벤더 시장에 신규 업체가 진입하면서 **과거 실리콘투가 누렸던 희소성에 기반한 밸류에이션 프리미엄은 축소되고 있다.** 과거와 같은 밸류에이션 확장을 기대하기는 어렵지만, 높은 이익 성장률이 멀티플 하락을 상쇄하며 중장기 주가 상승을 견인할 것으로 판단한다.

Top picks: 에이피알, 코스맥스

가장 강한 브랜드와 가장 안정적인 후방 수혜주

K-뷰티의 글로벌 수요는 여전히 확대되고 있으나 그 수요가 기업 실적으로 연결되는 방식은 밸류체인별로 다르다. 브랜드는 성공할 경우 부가가치를 가장 크게 내재화할 수 있는 반면, 경쟁 심화로 기업 간 실적 격차도 가장 크게 나타난다. ODM과 용기사는 다수 브랜드의 성장에 따른 수혜를 폭넓게 받으며, 유통 역시 해외 판매지역과 채널 확대의 영향을 받는다. 따라서 브랜드에서는 스케일업 역량을 갖춘 승자를 선별하고, 후방 밸류체인에서는 이익 성장의 가시성을 비교할 필요가 있다.

최선호주로 에이피알과 코스맥스, 차선호주로 펴텍코리아를 제시한다. 에이피알은 미국과 유럽에서 채널 확장이 빠르게 진행되는 가운데, 멀티 SKU와 높은 마케팅 효율을 바탕으로 업종 내 가장 높은 성장세를 이어가고 있다. 코스맥스는 국내외 생산 인프라와 생산능력 확대를 바탕으로 업황 호조의 낙수효과를 가장 안정적으로 누릴 것으로 판단한다. 펴텍코리아는 생산 정상화와 신규 생산시설 가동을 바탕으로 높은 이익 성장이 예상돼 차선호주로 제시한다.

표 13. 밸류체인별 투자매력도 및 Top-picks

구분	산업 매력도	현재 투자 포인트	종목 선별 기준	선호 종목
브랜드	높음	경쟁 심화 속 Scale-up 격차 확대	외형 성장률, 마케팅 효율, Multi-SKU, 글로벌 확장	에이피알
ODM	높음	대량 발주 고객 증가, CAPA 병목	연결 이익 성장률, CAPA, 해외법인 개선	코스맥스
용기	높음	판매량·SKU 증가 동시 수혜	CAPA, 가동률, 고부가 믹스	펴텍코리아
유통	중립~긍정	시장 성장 지속, 경쟁자 증가	물류·운전자본·밸류에이션	실리콘투

자료: 상상인증권

표 14. 화장품 글로벌 주요 기업 peer 밸류에이션

(백만, 추가제외)		L'OREAL	Unilever	P&G	Estee Lauder	Shiseido	e.l.f. Beauty	Ulta Beauty	Intercos
Ticker		OR FP Equity	ULVR LN Equity	PG US Equity	EL US Equity	4911 JP Equity	ELF US Equity	ULTA US Equity	ICOS IM Equity
결산		12/2025	12/2025	06/2026	06/2026	12/2025	03/2026	01/2026	12/2025
회계기준		연결	연결	연결	연결	연결	연결	연결	연결
통화		EUR	GBp	USD	USD	JPY	USD	USD	EUR
증가	09.10	375.6	4,559.0	143.0	96.5	3,383.0	95.8	535.6	12.4
시가총액(백만)		200,037	9,821,580	332,072	34,903	1,352,400	5,651	22,902	1,191
매출액	2025	44,052	4,327,051	87,032	15,049	969,992	1,636	12,393	1,047
	2026E	47,018	4,447,673	87,172	14,956	1,010,389	1,963	13,324	1,099
	2027E	49,999	4,630,863	88,744	15,711	1,043,238	2,126	13,958	1,163
영업이익	2025	8,880	863,988	18,648	1,677	42,629	238	1,536	103
	2026E	9,522	895,943	20,603	1,650	65,244	313	1,664	111
	2027E	10,279	918,896	20,888	2,084	78,348	322	1,761	119
EBITDA	2025	10,697	980,854	22,083	2,993	114,364	335	1,834	156
	2026E	11,398	1,016,234	23,686	2,468	133,842	406	1,991	164
	2027E	12,252	1,044,485	24,201	2,827	143,746	431	2,108	176
지배주주순이익	2025	6,535	587,159	16,642	891	23,111	186	1,156	57
	2026E	7,304	600,770	16,626	886	43,527	214	1,246	68
	2027E	7,925	621,342	16,760	1,187	53,886	230	1,312	76
EPS(각국화폐)	2025	12.2	268.0	7.0	2.4	57.9	3.1	25.6	0.6
	2026E	13.6	277.2	6.9	2.4	109.2	3.6	29.2	0.7
	2027E	14.9	290.4	7.0	3.3	137.2	3.8	31.9	0.8
PER(x)	2025	31.9	21.5	21.0	32.3	N/A	82.5	25.1	21.3
	2026E	27.5	16.4	20.8	39.7	30.9	26.5	18.4	17.3
	2027E	25.2	15.7	20.5	29.0	24.6	25.2	16.8	15.3
PBR(x)	2025	5.6	7.8	6.4	7.5	1.5	3.2	10.2	2.2
	2026E	5.3	6.9	6.2	8.9	2.2	4.7	9.0	2.2
	2027E	5.1	6.5	6.0	7.9	2.1	3.8	8.2	2.0
EV/EBITDA(x)	2025	18.5	12.9	16.6	11.5	9.8	24.9	13.6	7.9
	2026E	17.9	11.7	15.0	15.9	11.0	15.1	11.6	8.0
	2027E	16.5	11.2	14.7	13.7	10.0	14.2	10.9	7.5
EPS growth(%)	2025	-2.8	3.7	-1.3	118.9	191.9	316.1	0.8	6.1
	2026E	11.5	3.4	-1.6	-0.6	88.8	15.7	13.7	22.5
	2027E	9.3	4.7	1.4	36.9	25.6	5.3	9.5	13.0
OP margin(%)	2025	20.2	20.0	21.4	11.1	4.4	14.5	12.4	9.9
	2026E	20.3	20.1	23.6	11.0	6.5	15.9	12.5	10.1
	2027E	20.6	19.8	23.5	13.3	7.5	15.2	12.6	10.2
ROE(%)	2025	18.0	53.3	30.1	4.7	-6.6	2.8	43.6	10.4
	2026E	20.4	41.8	31.1	23.0	7.1	19.6	43.9	12.9
	2027E	21.6	41.7	30.4	30.2	8.3	17.4	48.8	13.3

자료: Bloomberg, 상상인증권

화장품 차원이 다르다

06

기업분석

- | 에이피알 BUY, 목표주가 560,000원
- | 아모레퍼시픽 BUY, 목표주가 180,000원
- | 달바글로벌 BUY, 목표주가 260,000원
- | LG 생활건강 HOLD, 목표주가 330,000원
- | 코스맥스 BUY, 목표주가 350,000원
- | 한국콜마 BUY, 목표주가 170,000원
- | 코스메카코리아 BUY, 목표주가 140,000원
- | 펄텍코리아 BUY, 목표주가 72,000원
- | 실리콘투 BUY, 목표주가 58,000원

에이피알 278470

Analyst 송지연 | 화장품

02-3779-3474, jy.song@sangsanginib.com

체급 차이, 숫자로 증명 중

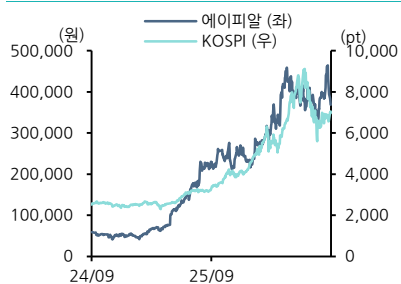
BUY 신규

목표주가 신규	560,000원
증가(26.09.10)	361,000원
상승여력	55.1%

Stock Data

KOSPI(09/10)	7,033.9pt
시가총액	135,152억원
액면가	100원
52 주 최고가	464,500원
52 주 최저가	211,000원
외국인지분율	38.1%
90 일 일평균거래대금	1,088억원
주요주주지분율	
김병훈 (외 6 인)	34.8%
유동주식비율	65.0%

Stock Price



2Q26 Review: 최대 실적 경신

에이피알의 2026년 2분기 매출액은 7,675억원(+134.2% YoY), 영업이익은 1,906억원(+134.5% YoY)을 기록하며 분기 최대 매출과 영업이익을 경신했다. **북미와 유럽의 수출 확대가 전사 성장을 견인했으며, 북미 대형 리테일러 입점 효과가 본격화되었다.** 월마트와 타깃, 얼타부터에서 400억원대의 매출이 발생한 것으로 파악된다. 유럽 역시 온라인 채널 직접 운영 효과가 나타났다. 다만 급증한 유럽 수요 대응 과정에서 항공물류비가 일시적으로 100억원 이상 증가하며 OPM은 전년 동기 수준인 24.8%를 달성하였다.

북미 오프라인, 유럽 온라인 성장

북미와 유럽을 중심으로 고성장이 지속될 전망이다. **2026년 매출은 북미 1조 3,810억원(+126.9% YoY), 유럽 5,457억원(+385.0% YoY)을 달성할 것으로 예상된다.** 현재 북미는 오프라인 매출 비중이 아직 20%대에 그쳐 채널 확대를 통한 추가 성장 여력이 크다. 하반기에는 얼타부터 내 SKU·매대 확대와 코스트코, CVS 등 신규 채널 진입이 예정되었다. 유럽 역시 K-뷰티 수요 확대와 주요국 온라인 채널 성장을 바탕으로 높은 성장세가 지속될 것으로 본다.

투자 의견 BUY, 목표주가 560,000원으로 커버리지 개시

에이피알에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 560,000원으로 커버리지를 개시하며 업종 내 최선호주로 제시한다. K-뷰티는 서구권 수출과 글로벌 유통 채널이 확대되는 2차 성장기에 진입했다. 동사는 기획, 마케팅부터 현지 채널 운영과 물류까지 내재화한 선두 업체로 산업 성장의 최대 수혜가 예상된다. 이에 K-뷰티 1차 확장기인 2014~2015년의 아모레퍼시픽과 LG생활건강의 12MF PER 평균 26.8배를 적용했다. 현재 12MF PER은 약 20배로 밸류에이션 매력도도 높은 편이다.



QR코드로 간편하게

상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	723	123	108	2,822	17.7	13.1	5.9	41.3	0.0
2025	1,527	366	290	7,738	29.9	21.6	19.4	75.3	2.2
2026E	3,066	747	572	15,266	23.6	16.8	14.1	81.3	1.7
2027E	4,669	1,177	891	23,802	15.2	10.4	8.3	69.1	2.6
2028E	6,051	1,556	1,224	32,689	11.0	7.4	5.4	59.6	3.5

자료 : K-IFRS연결기준, 상상인증권

투자포인트

아마존에서 이미 검증된 브랜드력

미국, 온라인을 넘어 오프라인으로

2026년 2분기 북미 매출액은 3,763억원(+264.6% YoY)을 기록하며 고성장을 지속했다. 동사의 미국 전략은 온라인에서 브랜드 인지도를 충분히 확보한 뒤 오프라인으로 소비자 접점을 확대하는 방식이다. 온라인에서의 수요는 이미 충분히 검증됐다. Navigo에 따르면 메디큐브는 2026년 1분기 미국 아마존 스킨케어 시장에서 점유율 14.1%로 1위를 기록했다. 미국 아마존 Top100에도 7개 SKU가 진입했다. 대표 제품인 제로모공패드뿐 아니라 젤리크림, PDRN 펩타이드 세럼, 멀티밤 등 다수 제품이 상위권에 안착하면서 특정 제품에 의존하지 않는 판매 구조를 확보하고 있다.

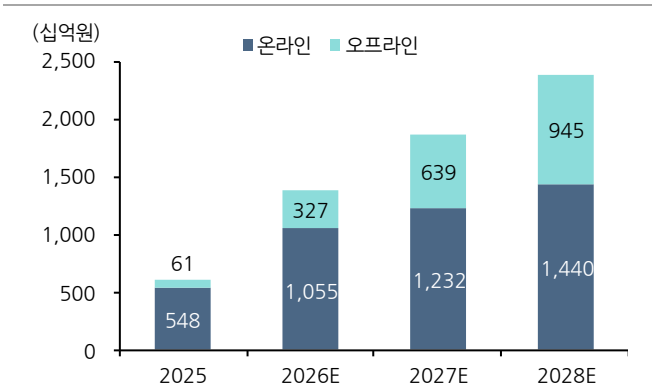
틱톡샵, 마케팅을 매출로 전환하는 채널

2026년 2분기 북미 매출에서 틱톡샵 비중은 약 30%까지 상승하며 틱톡샵 역시 새로운 온라인 성장 채널로 부상했다. 기존 틱톡이 브랜드 노출과 외부 채널 구매를 유도하는 마케팅 수단이었다면 틱톡샵은 콘텐츠 노출부터 구매까지 하나의 플랫폼에서 이뤄진다는 점에서 차이가 있다. 특히 최근 틱톡샵은 MZ세대를 중심으로 MAU와 GMV가 확대되는 가운데, 동사의 디지털 마케팅 역량을 직접적인 매출로 전환할 수 있는 채널이라는 점에서 의미가 있다.

오프라인 확장도 빠른 초기 성과 확인

향후 북미의 추가 성장은 오프라인 채널 확대가 견인할 전망이다. 북미 오프라인 매출 비중은 2026년 1분기 18%에서 2026년 2분기에 23%까지 상승했다. 올해 4월 엘타뷰티와의 독점 계약 종료 이후 타깃과 월마트 등 신규 리테일러 진입이 본격화됐으며 2026년 2분기 기준 엘타, 타깃, 월마트향 합산 매출은 400억원대로 추정된다. 통상 오프라인 채널은 일부 점포와 SKU에서 소비자 반응을 확인한 뒤 입점 점포를 단계적으로 확대하는 만큼 초기 매출 기여가 제한적이지만, 타깃은 올해 4월 입점에도 불구하고 2분기 매출이 엘타뷰티향 매출을 넘어선 것으로 파악한다. 신규 채널에서도 빠른 초기 판매 성과가 확인되고 있다.

그림 1. 에이피알 북미 온오프라인 매출액 전망



자료: 에이피알, 상상인증권

표 1. 미국 아마존 스킨케어 점유율

순위	2025		1Q26	
	브랜드	ms	브랜드	ms
1	CeraVe	12.3%	Medicube	14.1%
2	Medicube	9.3%	Nutrafol	7.7%
3	La Roche-Posay	8.4%	CeraVe	6.3%
4	Clean Skin Club	4.2%	La Roche-Posay	6.0%
5	Mighty Patch	3.9%	EOS	4.1%
6	Paula's Choice	3.6%	Biodance	3.8%
7	EltaMD	3.4%	The Ordinary	3.3%
8	Biodance	3.4%	Clean Skin Club	3.1%

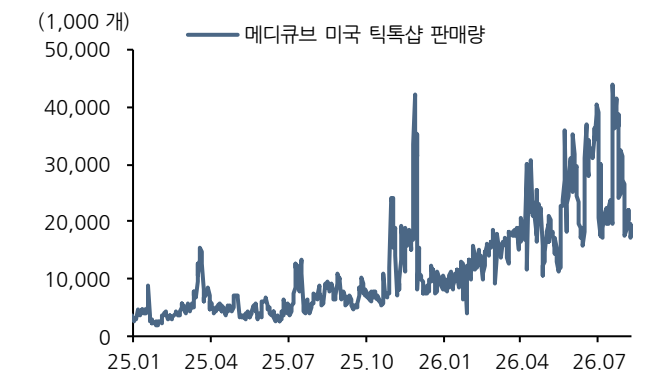
자료: Navigo, 상상인증권

그림 2. 메디큐브 미국 텍톡샵 판매금액 추이



자료: Fastmoss, 상상인증권

그림 3. 메디큐브 미국 텍톡샵 판매량 추이



자료: Fastmoss, 상상인증권

2026년 북미 오프라인 매출액 3,266억원 전망

동사의 2026년 북미 오프라인 매출액은 3,266억원으로 전년 대비 약 5배 이상 증가할 것으로 **전망한다**. 우선 신규 리테일러 입점이 지속된다. 하반기에는 코스트코와 CVS파머시 등으로 판매 채널이 확대되며, 미국에 약 9,000개의 매장을 보유한 CVS 입점은 향후 매출 확대에 유의미하게 기여할 가능성이 높다. NIQ에 따르면 미국 화장품 시장의 온라인 비중은 41% 수준인 반면, 동사의 북미 오프라인 매출 비중은 아직 20%대에 그친다. 현지 소비 구조를 고려하면 오프라인 채널 침투 여력은 아직 충분하다. 또한 **기존 입점 리테일러 내 확장도 병행된다**. 하반기에는 엘타뷰티 입점 SKU가 약 2배로 늘어나며 매대도 확대될 예정이다.

미국 오프라인 매출 확대는 외형 성장과 동시에 채널 믹스 개선에도 기여할 것으로 예상된다.

동사는 미국 시장에서 현지 벤더나 크로스보더 업체를 거치지 않고 월마트, 타깃 등 유통업체와 직접 거래하는 방식을 취하고 있다. 이 경우 온라인 플랫폼의 판매수수료나 중간 유통사에 지급하는 유통마진이 발생하지 않아, 주요 판매 채널 가운데 수익성이 높은 것으로 파악된다.

표 2. 에이피알 미국 주요 리테일러 입점 타임라인

리테일러	미국 매장 수	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E
엘타뷰티	1,451			8월 중순 입점				SKU 2배·매대 확대 예정	
타깃	1,956						4월 타깃 입점		
월마트	4,600						6월 월마트 단독매대 입점		
노드스트롬	334								
CVS	9,027							입점 예정	
코스트코	624							입점 예정	

자료: 언론보도, 상상인증권

유럽도 좋아요

미국에 이은 새로운 성장축, 유럽

동사의 유럽 매출은 2026년 5,457억원(+385.0% YoY), 2027년 9,889억원(+81.2% YoY)에 이를 것으로 **전망한다**. 유럽은 CPNP 등록과 PIF 문서 대응 등 규제 진입장벽이 높고, 국가별 언어와 유통 구조도 달라 초기 판매망을 직접 구축하기 쉽지 않은 시장이다. 이에 동사는 진출 초기에는 실리콘투 등 크로스보더 업체와 현지 벤더를 활용해 수요를 확보했고, 2025년 3분기까지 B2B를 중심으로 매출을 확대했다. 이후 주요국에서 브랜드 인지도가 형성되면서

온라인 채널을 직접 운영하기 시작했다. 2025년 11월 영국에서 아마존과 틱톡샵 직접 운영을 시작한 데 이어, 올해 3월에는 독일·프랑스·스페인·이탈리아 등 주요 4개국으로 범위를 넓혔다.

직접 온라인 운영 이후 성장 가속

직접 온라인 운영 이후 성장 속도도 빨라졌다. 유럽 매출 내 온라인 비중은 2025년 4분기 약 10%에서 2026년 2분기 45%까지 상승했다. 불과 두 개 분기 만에 직접 운영 온라인 채널이 전체 유럽 매출의 절반에 가까운 수준으로 확대된 것이다. 주요국 아마존에서도 다수의 SKU가 Top100에 진입했으며, 영국에서 확인된 성과가 독일, 프랑스, 이탈리아, 스페인으로 확산되고 있다. 미국에서 인지도를 확보한 주요 제품이 유럽에서도 판매되며 초기 성과에 기여하고 있다.

표 3. 메디큐브 아마존 탑100 현황 (2026.08.10 기준)

구간	미국	영국	독일	프랑스	스페인	이탈리아
1-10	1	1	-	-	1	2
11-25	-	2	1	2	2	3
26-50	1	3	1	-	-	-
51-100	5	1	1	4	3	2
총합	7	7	3	6	6	7

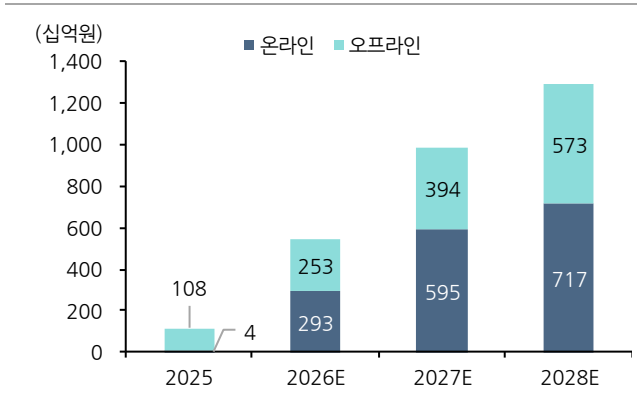
자료: 아마존, 상상인증권

오프라인 B2B, 주요 리테일러 중심으로 직거래 확대

온라인 직접 운영이 빠르게 자리잡는 가운데, 오프라인 B2B에서도 판매 구조의 변화가 나타나고 있다. 주요 국가의 대형 리테일러와는 직접 거래를 늘리는 한편, 판매처가 분산된 지역에서는 크로스보더 업체와 현지 벤더를 활용하는 방식이다. Boots와 Douglas는 직거래로 전환됐으며, 추가 대형 유통업체 입점도 추진 중이다. 기존 판매망을 활용하면서도 거래 규모가 커지는 주요 리테일러부터 직접 거래로 전환하는 만큼, 외형 확대와 함께 중간 유통 마진 절감에 따른 수익성 개선도 기대할 수 있다.

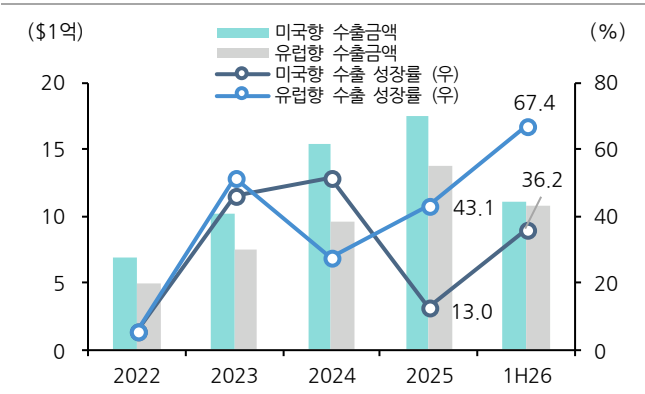
아직 온오프라인 모두 확장 초기라는 점에서 유럽의 추가 성장 여력은 크다고 판단한다. 최근 한국 화장품의 유럽향 수출 증가율이 미국을 상회하는 등 K-뷰티 수요가 유럽 전반으로 확산되고 있다. 동사는 주요국 온라인 채널을 직접 운영한 지 아직 반년조차 되지 않았고, 오프라인 역시 주요 리테일러와의 직거래를 확대해가는 단계다. 당사의 2027년 유럽 매출 추정에는 가시성이 높은 온라인 성장을 중심으로 반영했다. 향후 오프라인 판매망 확대 속도에 따라 실적 추정치의 추가 상향 가능성이 있다.

그림 4. 에이피알 유럽 온오프라인 매출액 전망



자료: 에이피알, 상상인증권

그림 5. 한국 화장품 미국향 및 유럽향 수출액 추이



자료: TRASS, 상상인증권

주: 유럽은 영국, 러시아, 폴란드, 네덜란드, 튀르키예, 프랑스, 스페인, 독일, 이탈리아, 체코, 헝가리, 벨기에, 포르투갈, 루마니아 15개국 합산

마케팅과 재고·물류·운영역량, 이를 뒷받침하는 자본력

성장을 완성하는 실행력

동사는 수요를 창출하는 기획·마케팅 역량과 이를 실제 판매로 연결하는 재고·물류·운영 능력, 관련 투자를 지속할 수 있는 자본력을 갖추고 있다.

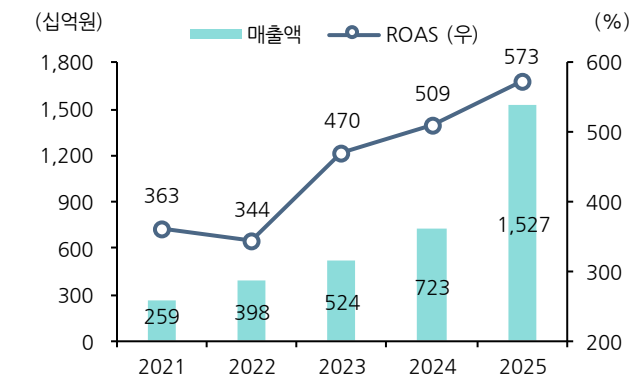
먼저 트렌드 대응 속도가 빠르다. 메디큐브는 약 200~250개의 SKU를 보유하고 있으며 매년 40~50개의 신제품을 출시한다. 글로벌 시장에서 새롭게 부상하는 성분과 제형을 빠르게 반영해 평균 약 3개월, 빠르면 1개월 내 제품화한다. 일반적인 K-뷰티 업체의 신제품 개발 기간이 3~6개월임을 고려하면 상대적으로 짧은 수준이다.

아울러 설립 초기부터 축적한 인플루언서 네트워크와 디지털 마케팅 경험을 바탕으로 신제품을 빠르게 확산시킨다. 약 700명의 임직원 중 절반가량이 마케팅 관련 업무를 담당하며 광고선전비는 매출의 20% 수준을 유지하고 있다. 대규모 광고비 집행에도 ROAS가 안정적으로 유지되고 있어 마케팅 효율은 양호한 것으로 판단한다.

수요 증가에 대응할 수 있는 운영 능력도 갖추고 있다. 앞서 언급한 대로 유럽은 운영 난이도가 높은 시장이다. 동사는 수출 및 RA 기능을 내재화했으며, 인증 경험 축적을 바탕으로 국가 및 제품 등록을 진행하고 있다. 미국 1개, 유럽 2개의 현지 물류센터를 통해 재고와 물류를 관리하고 있으며, 이러한 체계는 유럽 온라인 사업의 빠른 확대를 뒷받침했다.

자본력은 글로벌 확장 속도를 유지하는 핵심 기반이다. 2026년 2분기에는 유럽 수요 급증과 해상 운송 지연에 대응해 약 300억원 규모의 항공 운송을 집행했으며, 2026년 4분기에는 해상 운송을 통한 안전재고 확보가 예정돼 있다. 글로벌 사업이 확대될수록 마케팅과 재고, 물류, 현지 운영에 필요한 선투자 규모도 커진다. 이미 자본력과 운영 경험을 확보한 동사는 수요 변화에 신속하게 대응할 수 있으며, 글로벌 사업의 비용과 복잡성이 높아질수록 선두 업체의 경쟁우위는 더욱 강화될 것으로 판단한다.

그림 6. 에이피알 매출액 및 ROAS 추이



자료: 에이피알, 상상인증권

표 4. 글로벌 스케일업을 뒷받침하는 운영 역량

운영 병목	에이피알 대응
국가별 등록·인허가	수출·RA 기능 내재화
현지 온라인 채널 운영	Amazon·TikTok Shop 직접 운영
재고·배송 관리	유럽 물류센터 2개 운영
해상운송 지연	2Q26 항공물류 300 억원 → 4Q26 안전재고 도착

자료: 상상인증권

기업개요

메디큐브 중심의 사업구조

K-뷰티 대장

2014년 설립된 동사는 자연주의 화장품 브랜드 에이프릴스킨으로 사업을 시작했다. 이후 2016년 더마 스킨케어 브랜드 메디큐브를 출시했으며, 2021년부터 메디큐브의 홈뷰티 디바이스 브랜드 에이지알을 론칭했다. 2024년 2월 KOSPI 시장에 상장했으며, 가파른 실적 성장에 힘입어 2025년 8월 화장품 업종 시가총액 1위로 올라섰다.

현재 전사 성장은 사실상 메디큐브 브랜드가 견인하고 있다. 화장품 매출액은 2025년 1조 771억원(+218.2% YoY), 2026년 상반기 1조 1,008억원(+180.8% YoY)을 기록했다. 2025년 기준 화장품 사업부 내 메디큐브 매출 비중은 93.7%이며, 디바이스 브랜드 에이지알까지 포함하면 2025년 약 1.4조원의 매출이 메디큐브 브랜드에서 발생했다. 2026년 2분기 기준 해외 매출 비중은 92%까지 상승해 글로벌 매출이 성장의 중심으로 자리잡았다.

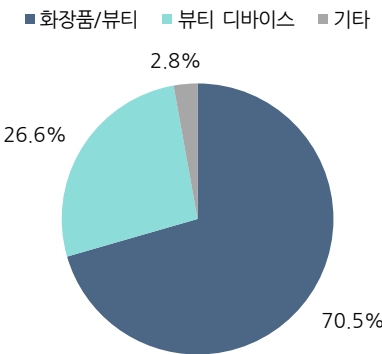
주요 사업은 화장품과 홈뷰티 디바이스다. 메디큐브는 제로모공패드, PDRN 펩타이드 세럼 등 스킨케어 제품을 중심으로 성장했으며, 최근에는 헤어·바디 등으로 카테고리를 확대하고 있다. 디바이스 브랜드 에이지알의 대표 제품은 부스터프로로, 디바이스는 평택 공장에서 자체 생산한다. 1교대 기준 연간 생산능력은 약 500~600만대 수준이다.

표 5. 에이피알 연혁

날짜	내용
2014.10	설립 및 자연주의 브랜드 '에이프릴스킨' 론칭
2016.07	뷰티 솔루션 브랜드 '메디큐브' 론칭
2018.12	연매출 1,000 억원 돌파
2019.04	미국 법인 설립
2021.03	메디큐브 홈뷰티 디바이스 브랜드 '에이지알' 론칭
2023.07	뷰티 디바이스 생산 시설 '에이피알팩토리 제 1 공장' 준공
2023.10	첫 자체 생산 뷰티 디바이스 '부스터 프로' 출시
2024.02	유가증권시장(KOSPI) 상장
2024.05	뷰티 디바이스 생산 시설 '에이피알팩토리 제 2 공장' 준공
2025.08	화장품 업종 시가총액 1 위 등극

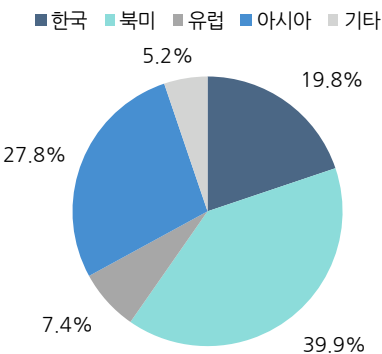
자료: 에이피알, 상상인증권

그림 7. 2025년 사업부별 매출 비중



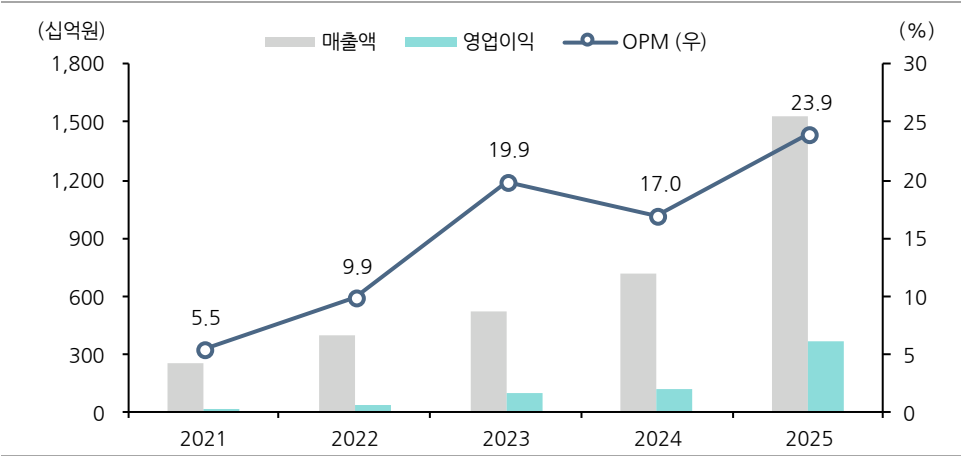
자료: 에이피알, 상상인증권

그림 8. 2025년 지역별 매출 비중



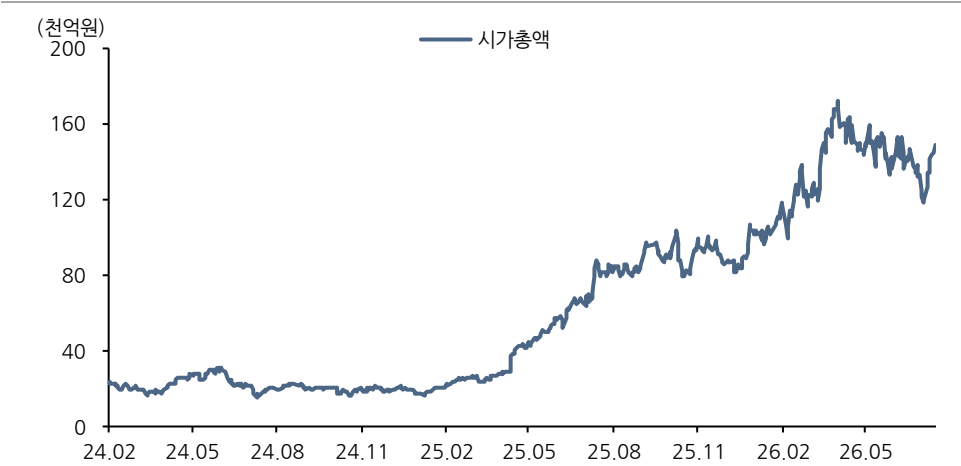
자료: 에이피알, 상상인증권

그림 9. 에이피알 연결실적 추이



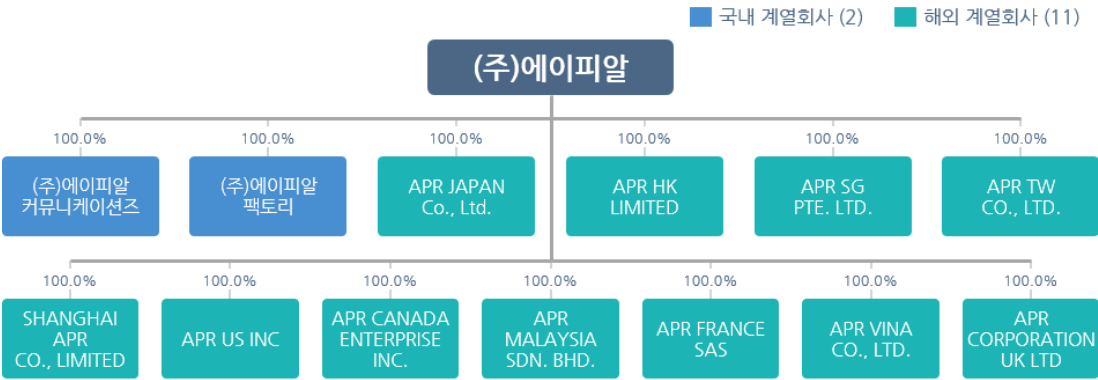
자료: 에이피알, 상상인증권

그림 10. 에이피알 시가총액 추이



자료: Quantwise, 상상인증권

그림 11. 에이피알 지배구조



자료: 에이피알, 상상인증권

실적전망 및 밸류에이션

실적전망

연간 가이던스 매출 3조원으로 상향 동사는 2026년 2분기 실적발표를 기점으로 2026년 연간 가이던스를 매출액 2조 1,000억원에서 3조원으로 상향하며, 미국 1조 3,000억원, 유럽 5,000억원을 제시하였다. 미국과 유럽을 중심으로 글로벌 성장세가 가속화되고 있으며 주요 온오프라인 채널 성과가 본격화됐기 때문이다. OPM은 24~26%로 유지하였다.

국내 채널 믹스 변화,
해외는 고성장 지속

국내 매출은 주력 판매 채널이 자사몰에서 올리브영으로 이동하고, 비핵심 사업 축소 영향이 더해지며 감소할 전망이다. B2B 공급가는 통상 리테일가의 약 50% 수준으로 자사몰 판매 대비 매출 인식액이 낮아지는 만큼, 국내 매출 감소는 소비자 수요 둔화보다 채널 믹스 변화의 영향이 크다고 판단한다. 반면 북미 매출은 하반기 신규 B2B 리테일러 입점 효과가 반영되며 세자릿수 성장률을 지속할 것으로 예상한다. 유럽 역시 직접 운영 중인 온라인 채널의 판매 확대가 성장을 견인할 전망이다.

단기 비용 부담 이후
2027년 수익성 개선

2026년 영업이익은 7,472억원(+104.4% YoY), OPM은 24.4%로 추정한다. 판매량 증가에 따른 영업 레버리지 효과가 발생하겠으나, 해외 시장 선점을 위한 마케팅비와 유럽 온라인 매출 증가에 따른 판매수수료 부담이 지속될 것으로 보인다. 유럽 수요 대응을 위한 항공운송비도 단기적인 비용 부담 요인이다. 다만 2026년말 해상 운송을 통한 안전재고 확보가 완료되면 2027년부터 물류비 부담이 완화되며 수익성 개선이 가능할 것으로 예상한다.

표 6. 실적 테이블

		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액(십억원)	TOTAL	266	328	386	548	593	768	778	927	1,527	3,066	4,669
	한국	77	74	78	73	65	63	65	66	303	259	267
	북미	77	103	164	266	272	376	343	390	609	1,381	1,871
	유럽	19	30	21	42	84	145	150	167	113	546	989
	아시아	78	106	104	136	136	121	139	154	424	549	615
	기타	15	15	19	31	37	62	82	150	79	330	927
yoy %	TOTAL	78.6	110.8	121.7	124.2	123.0	134.2	101.6	69.2	111.3	100.7	52.3
	한국	(6.6)	(5.6)	5.9	(17.0)	(15.6)	(14.5)	(17.0)	(10.0)	(6.3)	(14.3)	3.0
	북미					255.0	264.6	110.0	46.8		126.9	35.5
	유럽					334.7	380.3	605.0	300.0		385.0	81.2
	아시아					74.1	14.5	33.0	13.0		29.5	12.0
	기타					147.9	325.0	334.7	380.3		315.9	180.4
Sales portion %	한국	29.1	22.6	20.3	13.3	11.0	8.2	8.3	7.1	19.8	8.5	5.7
	북미	28.8	31.5	42.4	48.5	45.8	49.0	44.1	42.1	39.9	45.1	40.1
	유럽	7.2	9.2	5.5	7.6	14.1	18.9	19.2	18.0	7.4	17.8	21.2
	아시아	29.3	32.3	27.0	24.8	22.9	15.8	17.8	16.6	27.8	17.9	13.2
	기타	5.6	4.4	4.9	5.7	6.2	8.0	10.5	16.2	5.2	10.8	19.8
영업이익 (억원)	TOTAL	55	85	96	130	146	186	194	222	366	747	1,177
yoy %	TOTAL	96.5	201.9	252.8	228.3	166.8	119.5	102.3	70.2	197.9	104.4	57.5
OPM (%)	TOTAL	20.5	25.8	24.9	23.8	24.5	24.2	25.0	23.9	23.9	24.4	25.2
yoy %p	TOTAL	1.9	7.8	9.3	7.5	4.0	(1.6)	0.1	0.1	7.0	0.4	0.8

자료: 상상인증권

주: IFRS 18호 적용 전의 실적으로 비교 가능성을 높이기 위함

밸류에이션

에이피알에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 560,000원으로 커버리지를 개시하며, 업종 내 최선호주로 제시한다.

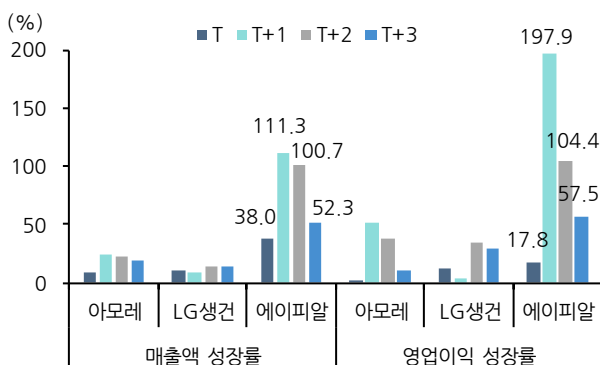
1) 에이피알의 2024~2025년 멀티플은 적용하기 어렵다. 동사는 2024년 2월 상장해 자체 밸류에이션 시계열이 짧고, 상장 이후 실적 추정치가 빠르게 상향되면서 12MF 이익과 주가가 동시에 재평가되는 구간이 이어졌다. 사업 규모와 이익 추정치가 빠르게 변해온 만큼 해당 기간의 평균 멀티플을 장기 정상 배수로 보기 어렵다고 판단한다.

2) 글로벌 인디브랜드인 e.l.f. Beauty 역시 직접 비교에는 한계가 있다. 현재 매출 및 이익 규모가 에이피알을 하회하며 향후 성장률 전망에서도 차이가 크다. 이미 사업 규모와 성장 단계가 달라 단순 peer 멀티플 적용은 적절하지 않다고 판단한다.

3) 2014~2015년 아모레퍼시픽·LG생활건강의 멀티플을 기준으로 삼았다. 당시 양사는 브랜드력과 포트폴리오, 동사보다 큰 절대 매출 규모를 보유했으며, 해외 성장이 중국과 면세 채널에 집중됐다는 점에서 현재 에이피알과 사업 구조가 동일하다고 보기는 어렵다. 다만 당시 K-뷰티의 해외 확장을 주도한 대표 성장주였다는 점에서 밸류에이션 기준점으로 활용 가능하다고 판단한다.

시계열 비교는 각 사의 글로벌 성장 구간을 기준으로 정렬해, 아모레퍼시픽·LG생활건강은 2013년, 에이피알은 2024년을 각각 T로 설정하였다. 비교 결과 에이피알은 당시 주도주 대비 매출 및 영업이익의 성장률이 높고, OPM 역시 20% 중반으로 우위에 있다. 또한 당사 추정 기준 2027년 연매출은 4조원을 상회할 전망으로, 외형 역시 당시 주도주와 유사한 체급까지 확대될 것으로 예상한다.

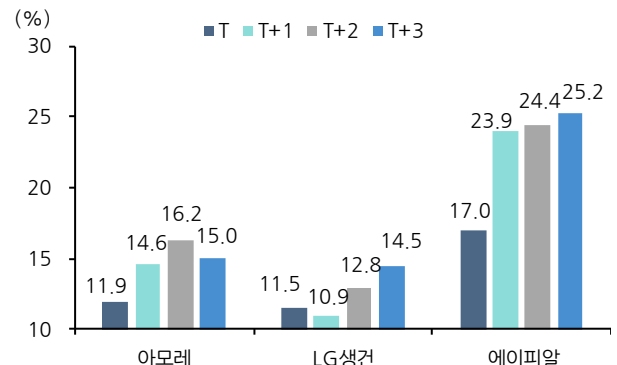
그림 12. 과거 K-뷰티 주도주 대비 높은 성장률



자료: Quantiwise, 상상인증권

주: 성장 구간 비교를 위해 아모레P·LG생건은 2013년, 에이피알은 2024년을 T로 설정. T+1~T+3은 각각 이후 1~3개년을 의미하며, 에이피알 2026~2027년은 당사 추정치

그림 13. 과거 K-뷰티 주도주 대비 높은 OPM



자료: Quantiwise, 상상인증권

주: 성장 구간 비교를 위해 아모레P·LG생건은 2013년, 에이피알은 2024년을 T로 설정. T+1~T+3은 각각 이후 1~3개년을 의미하며, 에이피알 2026~2027년은 당사 추정치

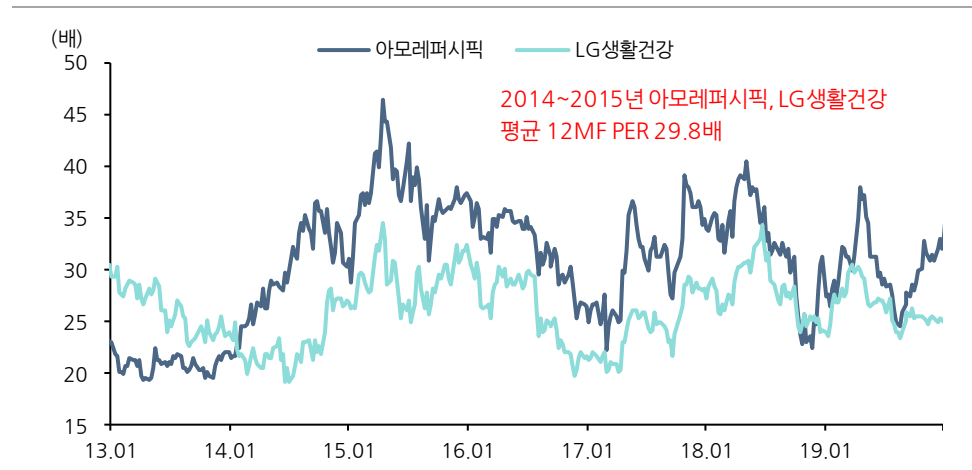
동사의 높은 성장성·수익성이 브랜드력·포트폴리오의 열위를 보완한다고 판단한다. 또한 글로벌 스케일업 장벽이 높아지는 산업 환경에서 선두 브랜드로서 성장 기회를 선점하고 있다. 다만 과거 주도업체 대비 브랜드 로열티와 포트폴리오의 검증 기간이 짧은 점을 반영해, **2014~2015년 아모레퍼시픽·LG생활건강의 평균 12MF PER에 10% 할인한 26.8배를 Target PER로 적용하였다.** DCF 기준 적정가치도 560,000원이다.

표 7. 에이피알 목표주가 산정 Table

내용	금액	비고
12MF 지배주주순이익(십억 원)	789	
Target PER (배)	26.8	'14~'15년 아모레퍼시픽·LG 생활건강 평균 12MF PER 10% 할인
기업가치(십억 원)	21,142	
유통주식수	37,438,155	
적정주가 (원)	564,706	
목표주가 (원)	560,000	
현재가 (원)	361,000	
Upside Potential	55.1%	

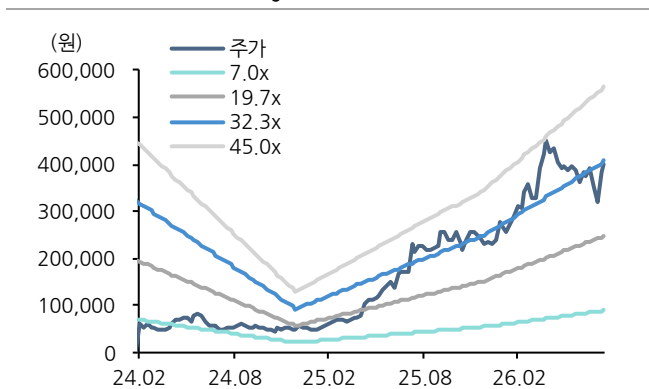
자료: 상상인증권

그림 14. 과거 K-뷰티 주도주의 12MF PER 추이



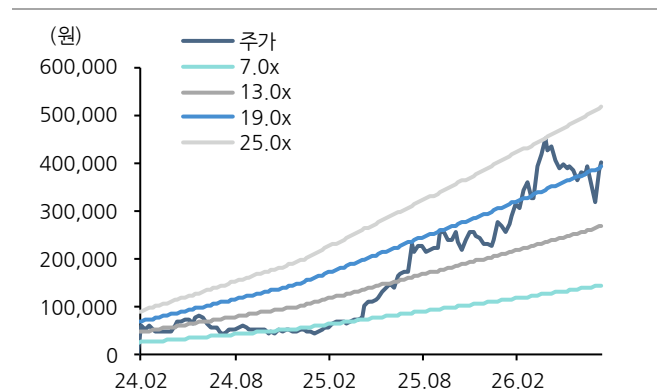
자료: Quantiwise, 상상인증권

그림 15. 에이피알 12M Trailing PER



자료: Quantiwise, 상상인증권

그림 16. 에이피알 12M Forward PER



자료: Quantiwise, 상상인증권

표 8. 에이피알 목표주가 (DCF)

(십억원)	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
* FCFF 추정										
FCFF	293	715	1,087	1,200	1,420	1,636	1,874	2,143	2,428	2,736
세후영업이익 (NOPLAT)	558	883	1,206	1,322	1,549	1,772	2,020	2,300	2,593	2,910
유무형자산상각비	39	43	50	55	60	66	73	80	88	97
설비투자 (CAPEX)	34	47	61	64	71	78	85	94	100	107
운전자본 증감/기타	271	164	108	113	119	124	133	142	152	163
Adjusted FCFF(12M FWD)	511	907	1,145	1,314	1,532	1,759	2,013	2,291	2,587	2,769
* 현금흐름의 현재가치										
가중평균자본비용 (WACC, %)	10.74									
영구성장률 (%)	2.18									
Terminal Value										33,082
현재가치 계수	0.90	0.82	0.74	0.66	0.60	0.54	0.49	0.44	0.40	0.36
현재가치 (PV)	461.7	740.0	843.5	873.6	919.9	954.0	985.9	1,012.9	1,033.3	998.6
* Valuation										
잉여현금흐름 현재가치	8,823.3									
Terminal Value 현재가치	11,929.6									
현재가치의 합계	20,752.9									
순차입금 (-)	-333.1	2026E 순차입금								
목표시가총액 (십억원)	21,086.0									
비지배주주지분 (-)	0.0									
비연결 관계기업투자 (+)	0.0									
보통주 시가총액	21,086.0									
주식수	37,438,155									
적정주가 (원)	563,222									
목표주가 (원)	560,000									
현재주가 (원)	361,000									
상승여력 (%)	55.1									

자료: 상상인증권

주: IFRS 18호 적용 전의 실적으로 비교 가능성을 높이기 위함

표 9. 에이피알 WACC 산정 Table

항목	(십억원, %)	기타
자기자본비용 (COE)	10.79	CAPM 을 통해 산출
타인자본비용 (COD)	3.99	에이피알 신용등급 A 및 세금효과 고려
자기자본	13,515.2	에이피알 시가총액
타인자본	94.0	2026 년 총차입금
총자본	13,609.2	
가중평균자본비용 (WACC)	10.74	
자기자본비용 (COE)	10.79	
시장 위험프리미엄	7.57	WMI500 Total Return (10.87) - 1 년 만기 동안채 Total Return (3.30)
무위험수익률	3.22	1 년 만기 동안채 수익률 90 일 평균
베타	1.00	글로벌 Peer(로레알, e.l.f. Beauty, Ulta Beauty) Beta 평균
영구성장률	2.18	30 년 만기 국고채 90 일 평균 50% 할인

자료: 상상인증권

주: 주: 시장 위험프리미엄은 2001~2025년 데이터 기준으로 산정

대차대조표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	286.0	545.8	1,179.6	1,940.5	2,873.1
현금 및 현금성자산	90.4	154.4	427.2	910.3	1,651.2
매출채권	49.1	91.7	182.8	292.9	360.6
재고자산	109.7	165.5	335.1	493.3	607.3
비유동자산	279.1	225.9	225.5	238.3	258.5
관계기업투자등	28.4	25.4	50.1	52.1	54.2
유형자산	51.4	59.8	66.8	72.4	85.4
무형자산	5.8	7.3	8.1	9.2	10.0
자산총계	565.1	771.7	1,405.1	2,178.8	3,131.6
유동부채	145.1	238.4	372.6	486.7	570.9
매입채무	70.1	146.2	233.6	339.1	417.5
단기금융부채	24.9	22.7	34.6	34.6	34.6
비유동부채	96.5	87.6	72.0	72.5	73.0
장기금융부채	88.1	78.2	59.4	59.4	59.4
부채총계	241.6	325.9	444.5	559.2	643.9
지배주주지분	323.5	445.8	960.6	1,619.6	2,487.7
자본금	3.8	3.9	3.9	3.9	3.9
자본잉여금	136.8	13.2	13.3	13.3	13.3
이익잉여금	229.1	427.3	942.4	1,601.4	2,469.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	323.5	445.8	960.6	1,619.6	2,487.7

손익계산서

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	722.8	1,527.3	3,065.8	4,669.0	6,051.3
매출원가	179.2	356.7	677.3	1,045.7	1,349.1
매출총이익	543.6	1,170.6	2,388.4	3,623.3	4,702.2
판매비와 관리비	420.9	805.1	1,641.3	2,446.6	3,146.5
영업이익	122.7	365.5	747.1	1,176.8	1,555.7
EBITDA	145.2	395.8	786.1	1,219.8	1,605.3
금융손익	8.4	-1.4	16.6	11.4	23.4
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	2.2	0.2	1.1	0.0	0.0
세전계속사업이익	133.3	364.3	764.8	1,188.1	1,579.1
계속사업법인세비용	25.7	74.6	193.3	297.0	355.3
당기순이익	107.6	289.7	571.5	891.1	1,223.8
지배주주순이익	107.6	289.7	571.5	891.1	1,223.8
매출총이익률 (%)	75.2	76.6	77.9	77.6	77.7
영업이익률 (%)	17.0	23.9	24.4	25.2	25.7
EBITDA 마진률 (%)	20.1	25.9	25.6	26.1	26.5
세전이익률 (%)	18.4	23.9	24.9	25.4	26.1
지배주주순이익률 (%)	14.9	19.0	18.6	19.1	20.2
ROA (%)	25.2	43.3	52.5	49.7	46.1
ROE (%)	41.3	75.3	81.3	69.1	59.6
ROIC (%)	52.8	92.5	122.4	132.9	148.2

현금흐름표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	79.1	341.0	440.5	771.0	1,166.5
당기순이익(손실)	107.6	289.7	655.5	891.1	1,223.8
현금수익비용가감	54.5	101.6	43.7	43.5	50.1
유형자산감가상각비	21.6	29.1	37.7	41.5	48.0
무형자산상각비	0.9	1.2	1.3	1.4	1.6
기타현금수익비용	32.0	71.3	7.8	0.5	0.5
운전자본 증감	-58.3	-32.3	-196.7	-163.6	-107.5
매출채권의 감소(증가)	-20.3	-41.2	-90.3	-110.1	-67.7
재고자산의 감소(증가)	-63.5	-55.0	-171.4	-158.2	-114.0
매입채무의 증가(감소)	31.3	74.3	90.9	105.6	78.4
기타영업현금흐름	-5.9	-10.4	-25.9	-0.9	-4.2
투자활동 현금흐름	-109.7	-94.5	-99.8	-55.7	-69.9
유형자산 취득(취득)	-44.9	-15.4	-33.7	-47.1	-61.1
무형자산 감소(증가)	-2.8	-2.5	-2.4	-2.5	-2.5
투자자산 감소(증가)	-37.3	-73.9	-65.3	-2.0	-2.1
기타투자활동	-24.6	-2.6	1.6	-4.1	-4.2
재무활동 현금흐름	-4.8	-181.7	-68.0	-232.1	-355.7
차입금의 증가(감소)	-16.6	-19.3	-10.2	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	15.4	-160.4	-190.5	-232.1	-355.7
배당금 지급	0.0	134.4	190.5	232.1	355.7
기타재무활동	-3.6	-1.9	132.7	0.0	0.0
현금의 증감	-35.0	64.0	272.8	483.2	740.9
기초현금	125.3	90.4	154.4	427.2	910.3
기말현금	90.4	154.4	427.2	910.3	1,651.2

주요투자지표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
투자지표 (배)					
P/E	17.7	29.9	23.6	15.2	11.0
P/B	5.9	19.4	14.1	8.3	5.4
EV/EBITDA	13.1	21.6	16.8	10.4	7.4
P/S	2.6	5.7	4.4	2.9	2.2
배당수익률 (%)	0.0	2.2	1.7	2.6	3.5
성장성 (%)					
매출액 증가율	38.0	111.3	100.7	52.3	29.6
영업이익 증가율	17.8	197.9	104.4	57.5	32.2
세전이익 증가율	26.0	173.3	109.9	55.4	32.9
지배주주순이익 증가율	31.9	169.2	97.3	55.9	37.3
EPS 증가율	25.9	174.2	97.3	55.9	37.3
안정성 (%)					
부채비율	74.7	73.1	46.3	34.5	25.9
유동비율	197.1	229.0	316.6	398.7	503.3
순차입금/자기자본	-0.6	-19.2	-34.7	-50.4	-62.6
영업이익/금융비용	32.6	103.7	184.8	305.2	403.4
총차입금 (십억원)	112.9	100.9	94.0	94.0	94.0
순차입금 (십억원)	-1.9	-85.4	-333.1	-816.3	-1,557.2
주당지표 (원)					
EPS	2,822	7,738	15,266	23,802	32,689
BPS	8,486	11,910	25,658	43,260	66,449
SPS	18,957	40,805	81,888	124,713	161,635
DPS	0	5,090	6,200	9,500	12,500

에이피알 목표주가 추이 및 투자의견 변동내역



Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:송지연)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 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 당사에 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

구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고	구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고
산업 (Industry)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	80.0%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 절대수익률	BUY	92.9%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	20.0%	시가총액 수준 유지			HOLD	7.1%	절대수익률 +15% ~ -15%
		Underweight (비중축소)	0.0%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
		합계 100%					합계 100%		

아모레퍼시픽 090430

Analyst 송지연 | 화장품

02-3779-3474, jy.song@sangsanginib.com

공룡의 질주가 시작된다

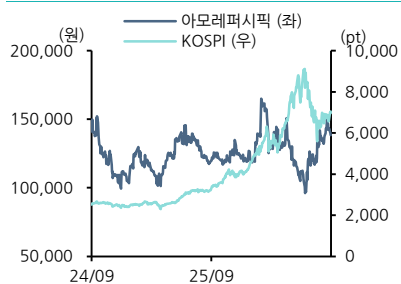
BUY 신규

목표주가 신규	180,000원
종가(26.09.10)	138,500원
상승여력	30.0%

Stock Data

KOSPI(09/10)	7,033.9pt
시가총액	81,012억원
액면가	500원
52 주 최고가	165,100원
52 주 최저가	96,200원
외국인지분율	26.5%
90 일 일평균거래대금	413억원
주요주주지분율	
아모레퍼시픽그룹 (외 18 인)	50.0%
유동주식비율	49.8%

Stock Price



2Q26 Review: 서구권과 더마가 견인한 실적

아모레퍼시픽의 2026년 2분기 연결 매출액은 1조1,759억원(+17.0% YoY), 영업이익 1,173억원(+59.2% YoY)을 기록했다. 국내는 온라인·MBS와 면세·크로스보더 판매 호조로 전년 동기 대비 10.3% 성장했으며, 해외는 미주와 EMEA가 견인하며 27.6% 증가했다. 북미에서는 에스트라가 100% 이상, 코스알엑스와 일리움이 각각 50% 이상 성장했다. 북미는 관세 환급 효과를 제외해도 OPM이 높은 한 자릿수를 기록했으며, 중국도 매출 감소에도 흑자를 유지하는 등 해외지역에서의 수익성 개선이 이어졌다.

해외 성장 동력 다변화

코스알엑스에 이어 에스트라를 비롯한 복수 브랜드들의 해외 성장이 본격화되고 있다.

코스알엑스는 사업 재정비 이후 성장세로 전환했고, 에스트라는 올 2분기 해외 매출이 100% 이상 증가하며 차기 글로벌 브랜드로 자리잡고 있다. 이외에도 북미에서 50% 이상 성장하는 브랜드가 다수 나타나면서 과거 소수 브랜드에 집중됐던 성장 기반이 넓어지고 있다. 2026년 해외 매출은 16.8% 증가할 것으로 전망하며, 국내 비용 효율화와 중국 사업 구조조정 효과가 더해져 영업이익은 47.5% 증가할 것으로 예상된다.

투자의견 BUY, 목표주가 180,000원

투자의견 BUY, 목표주가 180,000원으로 커버리지를 개시한다. Target PER은 로레알, 에스티로더의 12MF PER 평균에 10%를 할인한 26.1배를 적용해 산출했다. 오랜 기간 축적한 브랜드 자산과 글로벌 유통 기반에 인디브랜드의 빠른 실행 방식이 더해지고 있다는 점을 긍정적으로 평가한다. 코스알엑스가 사업 재정비 이후 성장세로 복귀한 가운데 에스트라 등 자체 브랜드에서도 글로벌 성장 사례가 나타나고 있어, 멀티브랜드 사업자의 강점이 다시 실적으로 연결될 것으로 판단한다.



QR코드로 간편하게

상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	3,885	220	593	9,937	10.5	13.4	1.4	11.7	1.1
2025	4,253	336	236	3,805	31.4	11.9	1.5	4.4	1.0
2026E	4,745	495	380	6,146	22.5	10.8	1.7	6.8	1.4
2027E	5,175	567	414	6,688	20.7	9.6	1.6	7.1	1.6
2028E	5,664	658	483	7,793	17.8	8.5	1.5	7.8	1.9

자료 : K-IFRS연결기준, 상상인증권

투자포인트

1H26 에스트라 북미 매출
300억원대, 해외 성장 본격화

더마 시장 성장과 맞물리는
에스트라의 확장

에스트라, 국내 대표 더마에서 글로벌 브랜드로

에스트라의 해외 성장이 본격화되고 있다. 올 상반기 국내 매출은 약 1,175억원으로 추정되며, 유로모니터 기준 국내 판매 1위 더마코스메틱 스킨케어 브랜드에 오르는 등 국내 시장에서 입지를 확보했다. 해외에서는 아도베리어365 크림을 중심으로 미국 아마존과 세포라 등 주요 유통채널에서 판매가 빠르게 늘고 있다. 해외 매출은 올 1분기에 이어 2분기에도 전년 동기 대비 100% 이상 증가했다. 올 상반기 미주 매출에서 에스트라가 차지하는 비중은 high-single digit으로 파악되며, 이를 기준으로 추산한 북미 매출은 300억원대다.

글로벌 화장품 시장에서 민감성 피부와 피부장벽, 시술 후 관리 수요가 확대되면서 더마 카테고리의 성장성도 높아지고 있다. 에스트라는 국내에서 이미 검증된 더마 브랜드라는 점에서 시장 변화의 수혜가 기대된다. 동사는 그동안 라네즈 외에는 해외에서 두각을 나타내는 자체 브랜드가 부족하다는 평가를 받아온 만큼, 에스트라의 성장은 자체 브랜드의 글로벌 확장 가능성을 보여준다는 점에서 의미가 크다.

추가 확장 여력도 존재한다. 북미뿐 아니라 일본과 유럽에서도 판매 지역을 확대 중이며, 유럽에서는 현재 19개국 약 860개 세포라 매장에 입점했다. 그럼에도 불구하고 라네즈와 비교하면 진출 국가와 채널은 아직 제한적이다. 중국에서도 기존 크로스보더 방식에서 직접 운영 방식으로 전환했으며, 지난해 사업 이관에 따른 재고조정과 조직 정비를 거쳐 올해부터 투자가 본격화될 전망이다. 국내에서 검증된 브랜드가 해외 판매 접점을 확대하면서 라네즈를 잇는 자체 글로벌 브랜드로 자리잡을 가능성이 높다.

그림 1. 국내에서 검증된 브랜드의 글로벌 확장 본격화



자료: 아모레퍼시픽, 상상인증권

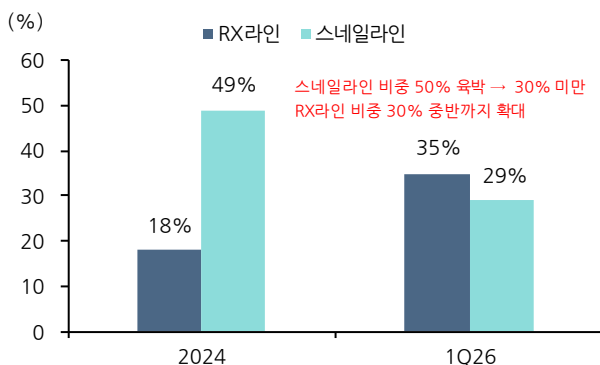
재정비를 마친 코스알엑스, 든든하게 성장 중

이제 다시 성장의 시간

코스알엑스는 2024년 하반기부터 가격 정책을 정상화하고 제품 구성과 유통 채널을 재정비했다. 주력 제품의 할인율을 약 50%에서 20% 수준으로 낮췄으며, 스네일 라인에 편중됐던 제품 구성을 개선하기 위해 RX 라인을 육성했다. 유럽에서는 소형 B2B 거래처를 정리하고 2025년 4분기부터 실리콘투를 중심으로 유통 구조를 단순화했다. 이에 올 1분기 RX 라인의 매출 비중은 30% 초반까지 상승해 스네일 라인의 20% 후반을 넘어섰다.

사업 재편 과정에서 이어졌던 매출 감소도 지난해 4분기를 기점으로 성장세로 전환했다. 2025년 1분기~3분기 매출액은 전년 동기 대비 약 30% 감소했으나, 4분기부터 증가세로 전환했고 2026년 1분기에는 20% 이상, 2분기에는 50% 이상 성장했다. **할인율을 크게 낮춘 이후에도 판매 증가세가 이어지고 있다는 점에서 브랜드 경쟁력은 유효한 것으로 판단한다.** OPM도 20% 중반을 유지하고 있어 미국과 유럽을 중심으로 매출이 확대되면서 연결 영업이익 기여도도 높아질 전망이다.

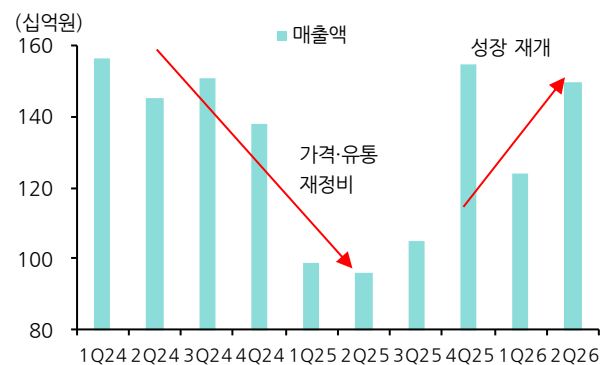
그림 2. 코스알엑스 RX 비중 상승, 스네일 의존도 완화



자료: 아모레퍼시픽, 상상인증권

주: 회사 IR에서 제시한 '50% 육박', '30% 미만', '30% 중반' 수준을 바탕으로 상상인증권 추정

그림 3. 코스알엑스 분기 매출액 추이



자료: 아모레퍼시픽, 상상인증권

멀티브랜드에 속도를 더하다

멀티브랜드의 강점이 살아나고 있다

동사는 최근 브랜드 운영 방식을 바꾸며 멀티브랜드의 강점을 되살리고 있다. 과거에는 오프라인과 일부 핵심 브랜드 중심으로 해외 사업을 전개하면서 인디브랜드가 주도한 온라인 마케팅과 빠른 제품 출시 트렌드에 대한 대응이 늦었다. 그러나 2026년 2분기 북미 매출이 전년동기대비 50% 이상 증가한 가운데 에스트라, 코스알엑스, 이니스프리, 설화수, 아이오펜, 일리운 등 다수 브랜드가 동시에 성장하면서 브랜드 포트폴리오의 폭이 넓어졌다. 특히 에스트라는 100% 이상, 코스알엑스와 일리운은 각각 50% 이상 성장했다. 또한 장기간 부진했던 이니스프리도 북미를 중심으로 회복세가 나타나고 있다.

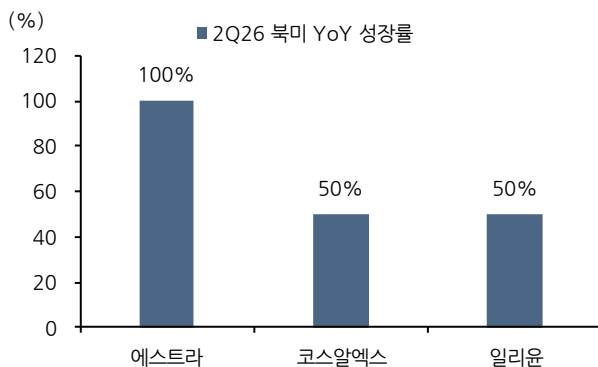
세포라 중심에서 멀티채널로

미국에서는 세포라 중심이었던 브랜드 육성 방식에도 변화가 나타나고 있다. 동사는 아마존과 틱톡샵 마케팅 투자를 본격적으로 확대하고, 브랜드별 가격대와 포지셔닝에 맞춰 오프라인 채널도 달리 가져갈 계획이다. 럭셔리 브랜드인 설화수는 세포라와 백화점 입점을 확대하는 한편 온라인 채널을 병행하고 있다. 라네즈는 아마존과 틱톡샵으로 자원 배분을 확대하고 2027년 말 세포라 독점 종료를 앞두고 타 오프라인 채널 입점 협의 중이다.

브랜드 운영에도 속도를 더하다

제품 측면에서도 대응 속도를 높이고 있다. 현재 전체 제품의 약 90%를 자체 생산하고 있으나 향후 선케어와 메이크업 등 엔트리 카테고리를 중심으로 ODM/OEM 활용을 확대할 계획이다. 설화수 등 핵심 럭셔리 스킨케어는 자체 생산을 유지하되 트렌드 변화가 빠른 품목에서는 외부 위탁생산을 병행하는 방식이다. 기존 브랜드 자산과 글로벌 유통 기반에 인디브랜드의 빠른 실행 방식을 접목하면서 해외 성장 동력도 다변화되고 있다.

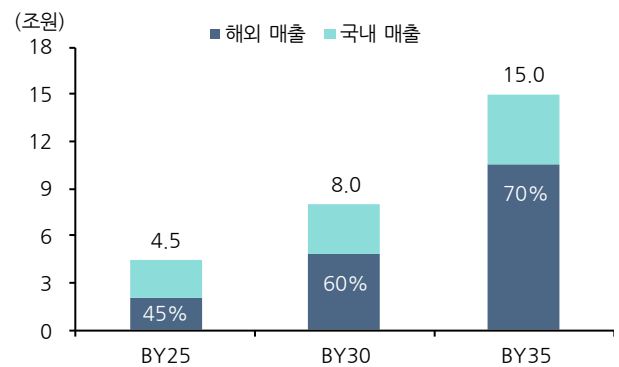
그림 4. 북미 성장 브랜드 현황



자료: 아모레퍼시픽, 상상인증권

주: 회사 IR에서 제시한 '100% 이상', '50% 이상' 성장 코멘트를 바탕으로 시각화

그림 5. 아모레퍼시픽 중장기 매출 목표



자료: 아모레퍼시픽, 상상인증권

주: BY25는 2H24~1H25

기업개요

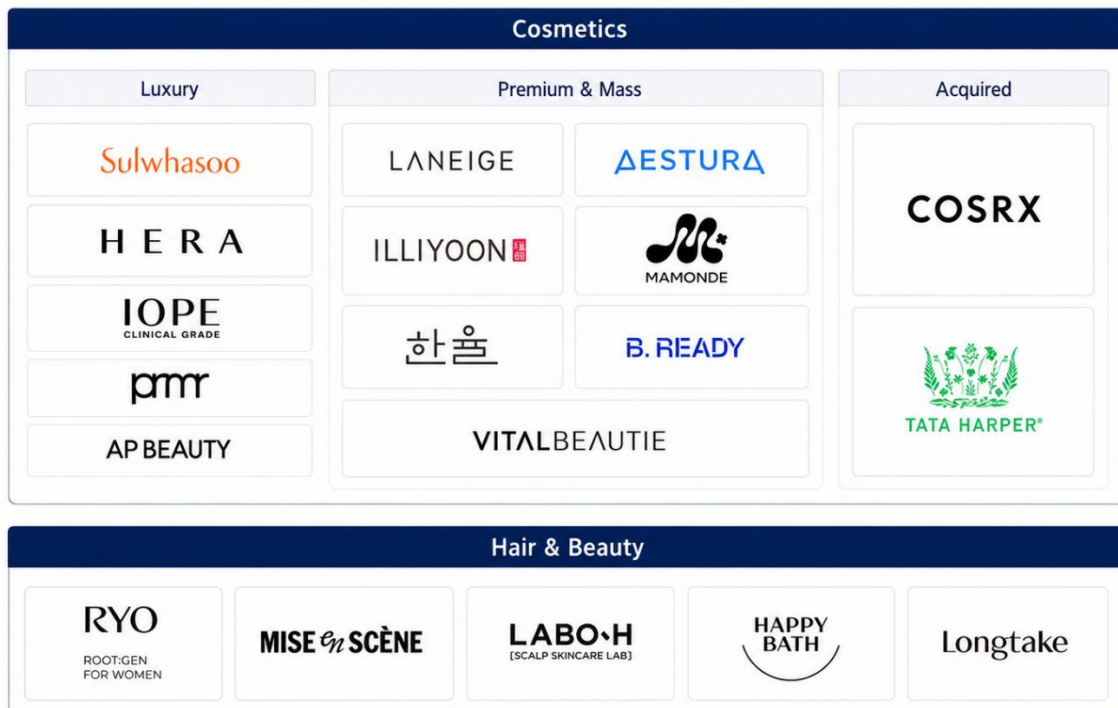
멀티브랜드 포트폴리오

아모레퍼시픽은 1945년 태평양화학공업사로 출발한 국내 대표 멀티브랜드 뷰티 기업이다. 2006년 아모레퍼시픽그룹에서 화장품 사업부문이 인적분할되며 현재의 법인 체제를 갖췄다. 설화수·라네즈·헤라·에스트라·이니스프리 등 다수의 브랜드를 보유하고 있으며, 하이엔드 럭셔리부터 프리미엄·매스까지 다양한 가격대와 포지셔닝을 아우른다. 스킨케어와 메이크업뿐 아니라 헤어·바디케어, 건강기능식품, 뷰티기기 등으로 사업 영역도 확장해왔다.

오랜 업력을 바탕으로 국내 자체 유통망과 해외 현지법인을 구축했으며, 세포라 등 주요 글로벌 유통사와의 거래 관계도 확보하고 있다. 이를 기반으로 현지 유통사와의 협업부터 판매·재고 관리까지 직접 수행할 수 있는 글로벌 사업 인프라를 갖추고 있다는 점이 특징이다. 최근에는 과거 중국과 면세 채널에 집중됐던 해외 사업 구조에서 벗어나 북미와 유럽 등 서구권을 중심으로 지역 포트폴리오를 재편하고 있다.

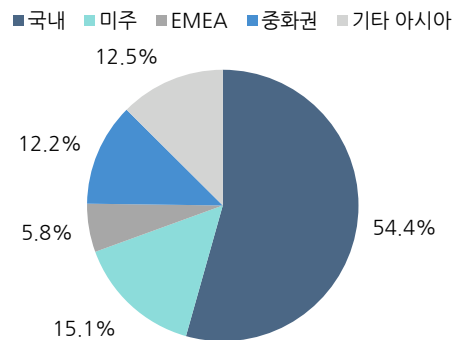
2024년 5월에는 글로벌 시장에서 높은 인지도를 확보한 인디브랜드 코스알엑스를 인수해 연결 편입했다. 기존 자체 브랜드에 코스알엑스가 더해지면서 글로벌 브랜드 포트폴리오가 한층 다변화됐다.

그림 6. 아모레퍼시픽 주요 브랜드 포트폴리오



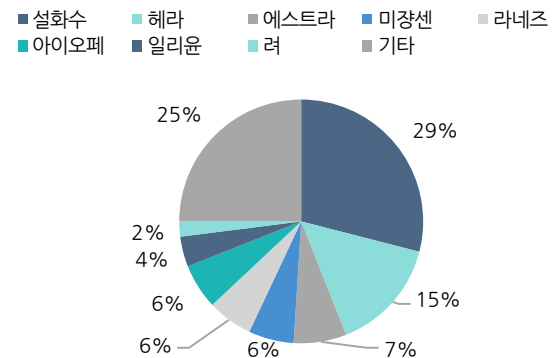
자료: 아모레퍼시픽, 상상인증권

그림 7. 2025년 아모레퍼시픽 지역별 매출 비중



자료: 아모레퍼시픽, 상상인증권

그림 8. 2025년 국내 주요 브랜드 매출 비중



자료: 아모레퍼시픽, 상상인증권

표 1. 아모레퍼시픽 연혁

연월	주요 연혁
1945.09	태평양화학공업사 설립
1964.05	국내 최초 화장품 수출
1973.04	기업공개
1990.09	프랑스 현지법인 설립
1994.08	라네즈 출시
1997.04	설화수 출시
2002.07	중국 상하이공장 준공
2006.06	(주)태평양에서 분할해 (주)아모레퍼시픽 설립 및 재상장
2010.01	이니스프리 독립법인 출범
2010.06	해외지주회사 설립
2011.07	프랑스 향수기업 아닉구탈 인수
2021.09	에스트라 흡수합병
2024.04	코스알엑스 자회사 편입

자료: 아모레퍼시픽, 상상인증권

실적전망 및 밸류에이션

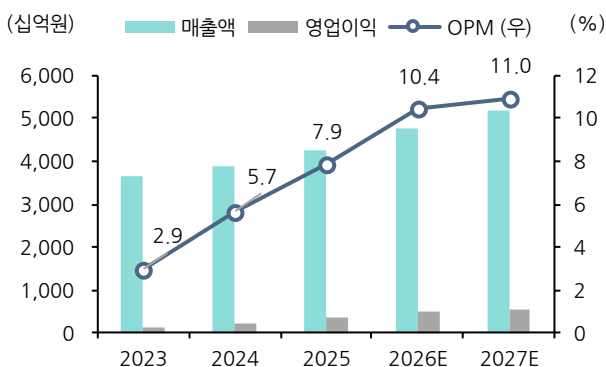
실적전망

2026년 연결 매출액은 4조 7,446억원(+11.6% YoY), 영업이익은 4,953억원(+47.5% YoY)을 전망한다. 국내의 안정적인 성장과 서구권의 고성장이 매출을 견인하는 가운데, 지난해 진행된 국내 희망퇴직과 중국 사업 구조조정에 따른 효율화 효과도 본격화될 예정이다.

국내 매출은 2조4,658억원(+8.4% YoY)을 예상된다. 온라인과 MBS 등 성장 채널의 판매 호조가 이어지는 가운데 면세와 백화점도 완만한 성장세를 유지할 것으로 보인다. 해외 매출은 2조2,290억원(+16.8% YoY)으로, 미주와 EMEA가 성장을 주도할 전망이다. 미주는 에스트라와 코스알엑스에 더해 이니스프리·일리움 등 성장 브랜드가 늘고 있고, 아마존과 틱톡샵을 중심으로 온라인 투자도 확대되면서 28.2% 성장이 가능할 것으로 본다. EMEA는 코스알엑스의 높은 성장세와 에스트라이니스프리의 유통 채널 확대를 반영해 37.9% 성장할 것으로 전망한다. 기타아시아는 일본을 중심으로 16.0% 성장하는 반면, 중화권은 설화수 오프라인 매장 효율화 영향으로 6.5% 감소할 것으로 예상된다.

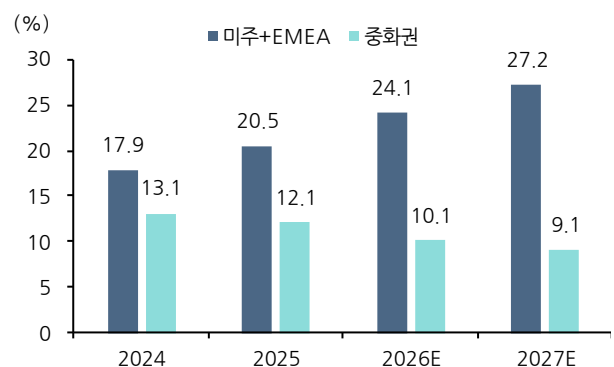
2026년 OPM은 10.4%(+2.5%p YoY)로 추정한다. **국내에 지난해 4분기 희망퇴직 관련 비용이 반영된 데 따른 기저효과와 인건비 절감, 온라인·MBS 중심의 채널 믹스 개선이 맞물리며 OPM이 10.7%(+4.3%p)까지 개선될 것이다.** 해외는 북미·EMEA의 외형 성장과 고수익성의 코스알엑스 비중 확대가 긍정적이나, 아마존과 틱톡샵을 중심으로 마케팅 투자가 확대되는 점을 감안해 OPM을 12.0%로 추정했다. 중국은 구조조정 이후 비용 부담이 낮아진 만큼 외형 감소에도 BEP 수준의 수익성은 유지할 것으로 예상된다.

그림 9. 아모레퍼시픽 연결 실적 전망



자료: 아모레퍼시픽, 상상인증권

그림 10. 서구권 중심으로 재편되는 매출 구조



자료: 아모레퍼시픽, 상상인증권

표 2. 실적전망 Table

		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액(십억원)	TOTAL	1,068	1,005	1,017	1,163	1,136	1,176	1,144	1,288	4,253	4,745	5,175
	Korea	577	554	557	588	626	611	603	626	2,275	2,466	2,573
	Overseas	470	432	441	566	497	552	530	650	1,909	2,229	2,554
	미주	157	134	157	183	175	210	204	220	631	809	1,009
	EMEA	55	44	53	89	64	72	79	117	241	332	397
	중화권	133	133	106	141	115	125	103	137	513	479	469
	기타아시아	124	121	125	154	143	145	144	177	525	609	679
yoy %	TOTAL	17.1	11.1	4.1	6.6	6.4	17.0	12.5	10.8	9.5	11.6	9.1
	Korea	2.4	8.1	4.1	7.4	8.5	10.3	8.3	6.6	5.5	8.4	4.3
	Overseas	39.4	13.3	2.9	7.8	5.9	27.6	20.2	14.9	14.2	16.8	14.6
	미주	79.0	10.3	7.0	8.4	11.1	56.5	30.0	20.5	20.3	28.2	24.7
	EMEA	219.7	18.2	(3.3)	45.5	16.5	63.3	50.0	31.4	41.6	37.9	19.5
	중화권	(10.0)	23.0	8.6	(9.9)	(13.5)	(6.2)	(3.0)	(3.0)	0.6	(6.5)	(2.0)
	기타아시아	55.0	9.0	(3.2)	10.5	15.0	19.3	15.0	15.0	14.0	16.0	11.5
Sales portion %	Korea	54.1	55.1	54.7	50.5	55.2	51.9	52.6	48.6	53.5	52.0	49.7
	Overseas	44.0	43.0	43.3	48.7	43.8	46.9	46.3	50.5	44.9	47.0	49.4
	미주	14.7	13.4	15.4	15.7	15.4	17.9	17.8	17.1	14.8	17.1	19.5
	EMEA	5.2	4.4	5.2	7.6	5.7	6.1	6.9	9.1	5.7	7.0	7.7
	중화권	12.4	13.2	10.4	12.1	10.1	10.6	9.0	10.6	12.1	10.1	9.1
	기타아시아	11.7	12.1	12.3	13.2	12.6	12.3	12.6	13.7	12.3	12.8	13.1
영업이익 (십억원)	TOTAL	118	74	92	53	127	117	119	132	336	495	567
	Korea	49	40	59	(4)	82	60	63	59	145	263	278
	Overseas	70	36	43	62	57	72	61	78	210	267	309
yoy %	TOTAL	61.9	1,654.8	41.0	(33.1)	7.6	59.2	29.4	152.1	52.2	47.5	14.6
	Korea	0.6	164.5	23.7	적전	65.0	48.3	6.0	흑전	(2.3)	81.8	5.7
	Overseas	120.2	605.4	72.9	45.4	(18.5)	99.5	42.8	26.4	102.2	27.4	15.5
OP portion %	Korea	42.0	54.5	64.6	(7.9)	64.3	50.8	53.0	44.8	43.1	53.2	49.1
	Overseas	59.1	48.8	46.4	117.6	44.8	61.2	51.2	59.0	62.5	54.0	54.4
OPM (%)	TOTAL	11.0	7.3	9.0	4.5	11.2	10.0	10.4	10.3	7.9	10.4	11.0
	Korea	8.6	7.3	10.7	(0.7)	13.0	9.8	10.5	9.5	6.4	10.7	10.8
	Overseas	14.8	8.3	9.7	10.9	11.4	13.0	11.5	12.0	11.0	12.0	12.1
yoy %p	TOTAL	3.0	6.9	2.4	(2.7)	0.1	2.6	1.4	5.8	2.2	2.5	0.5
	Korea	(0.2)	4.3	1.7	(7.3)	4.5	2.5	(0.2)	10.2	(0.5)	4.3	0.1
	Overseas	5.4	7.0	3.9	2.8	(3.4)	4.7	1.8	1.1	4.8	1.0	0.1

자료: 아모레퍼시픽, 상상인증권

밸류에이션

멀티브랜드의 강점이 다시 실적으로

아모레퍼시픽에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 180,000원으로 커버리지를 개시한다. Target PER은 글로벌 멀티브랜드 화장품 업체인 로레알과 에스티로더의 평균 12MF PER에 10%를 할인한 26.1배를 적용했다. 동사는 설화수·라네즈·코스알엑스·에스트라 등 다양한 가격대와 카테고리의 다수 브랜드를 보유하고 있으며, 브랜드별로 북미·유럽·아시아에서 온라인과 주요 오프라인 채널을 병행해 전개하고 있다는 점에서 글로벌 레거시 업체와 사업구조가 유사하다. 다만 2026년 예상 기준 로레알과 에스티로더의 매출은 각각 동사의 약 15배, 4배 수준으로, 사업규모와 글로벌 브랜드력에서는 격차가 존재한다.

반면 동사는 사업 효율화와 글로벌 매출 믹스 개선에 따라 2026년 영업이익이 전년 대비 47.5% 증가하고, OPM도 2026년 10.4%(+2.5%p YoY)로 개선될 전망이다. 로레알 대비 수익성은 낮지만 이익 성장률은 높고, 에스티로더와는 OPM 차이가 크지 않은 가운데 매출 성장률은 우위에 있다. 이에 사업규모와 브랜드력의 차이를 반영해 글로벌 peer 대비 10% 할인한 Target PER을 적용했다.

과거 동사의 해외 성장은 중국과 일부 핵심 브랜드에 대한 의존도가 높았으나, 최근에는 코스알엑스의 성장 재개와 에스트라의 해외 확장에 더해 기타 브랜드도 북미 성장에 기여하고 있다. 온라인 채널에 대한 투자도 확대하면서 글로벌 성장의 지역과 브랜드 기반이 동시에 넓어지고 있다. 중국 역시 추가적인 외형 감소에도 BEP 수준의 수익성을 유지할 수 있는 비용 구조를 확보한 만큼 과거와 같은 실적 변동성은 낮아질 것으로 예상된다. 이익 정상화에 더해 서구권에서 복수 브랜드의 성장이 확인되고 있어, 멀티브랜드 사업자로서의 강점이 다시 실적으로 연결되는 구간으로 판단한다.

표 3. 아모레퍼시픽 목표주가 산정 테이블

내용	금액	비고
12MF 지배주주순이익(십억 원)	404	
Target PER (배)	26.1	로레알, 에스티로더 평균 12MF PER 10% 할인
기업가치(십억 원)	10,544	
유통주식수	58,375,274	
적정주가 (원)	180,622	
목표주가 (원)	180,000	
현재가 (원)	138,500	
Upside Potential	30.0%	

자료: 아모레퍼시픽, 상상인증권

대차대조표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	1,734.8	2,003.7	2,406.1	2,878.3	3,398.1
현금 및 현금성자산	451.5	524.6	721.8	1,015.9	1,362.7
매출채권	418.4	389.6	449.9	520.6	581.8
재고자산	497.8	480.1	551.6	631.1	714.0
비유동자산	5,048.7	4,957.5	4,900.6	4,799.8	4,726.6
관계기업투자등	21.3	17.3	98.2	98.2	98.2
유형자산	2,296.4	2,224.8	2,127.6	1,959.4	1,817.2
무형자산	1,773.9	1,722.6	1,724.7	1,753.5	1,782.4
자산총계	6,783.5	6,961.2	7,306.7	7,678.1	8,124.7
유동부채	1,095.7	1,120.9	1,167.4	1,245.5	1,345.0
매입채무	530.3	610.4	536.6	599.5	670.0
단기금융부채	367.5	304.6	287.3	288.6	303.1
비유동부채	361.8	336.9	348.7	365.9	382.0
장기금융부채	72.8	45.4	50.5	55.5	59.0
부채총계	1,457.5	1,457.8	1,516.1	1,611.4	1,726.9
지배주주지분	5,252.4	5,449.3	5,732.0	6,008.0	6,339.1
자본금	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5
자본잉여금	623.2	633.0	633.1	633.1	633.1
이익잉여금	4,601.0	4,775.0	5,063.5	5,339.6	5,670.7
비지배주주지분	73.6	54.2	58.6	58.6	58.6
자본총계	5,326.0	5,503.5	5,790.6	6,066.7	6,397.8

손익계산서

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	3,885.1	4,252.8	4,744.6	5,175.2	5,664.3
매출원가	1,138.4	1,176.7	1,263.3	1,358.3	1,457.9
매출총이익	2,746.7	3,076.1	3,481.3	3,816.9	4,206.4
판매비와 관리비	2,526.3	2,740.2	2,986.0	3,249.6	3,548.7
영업이익	220.5	335.8	495.3	567.3	657.7
EBITDA	477.9	603.9	755.8	814.2	885.9
금융손익	11.1	-12.7	5.1	11.4	17.2
관계기업등 투자손익	392.5	-0.8	0.0	0.3	0.3
기타영업외손익	-3.3	21.5	28.7	0.0	0.0
세전계속사업이익	620.8	343.8	529.2	579.0	675.2
계속사업법인세비용	19.2	96.5	128.9	141.3	164.8
당기순이익	601.6	247.3	400.3	437.7	510.5
지배주주순이익	593.2	235.7	380.4	414.1	483.0
매출총이익률 (%)	70.7	72.3	73.4	73.8	74.3
영업이익률 (%)	5.7	7.9	10.4	11.0	11.6
EBITDA 마진률 (%)	12.3	14.2	15.9	15.7	15.6
세전이익률 (%)	16.0	8.1	11.2	11.2	11.9
지배주주순이익률 (%)	15.3	5.5	8.0	8.0	8.5
ROA (%)	9.4	3.4	5.3	5.5	6.1
ROE (%)	11.7	4.4	6.8	7.1	7.8
ROIC (%)	4.5	4.6	7.2	8.2	9.5

현금흐름표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	334.5	583.8	572.3	573.8	637.7
당기순이익(손실)	601.6	247.3	400.3	437.7	510.5
현금수익비용가감	-55.8	421.2	315.2	235.0	213.0
유형자산감가상각비	257.4	268.1	260.5	246.8	228.2
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금수익비용	-313.2	153.1	24.7	-12.4	-15.9
운전자본 증감	-164.4	12.6	-96.8	-98.9	-85.7
매출채권의 감소(증가)	-53.3	27.7	-45.9	-70.8	-61.2
재고자산의 감소(증가)	-41.9	-13.6	-88.0	-79.5	-82.9
매입채무의 증가(감소)	-26.8	13.8	26.9	63.0	70.4
기타영업현금흐름	-42.5	-15.3	10.2	-11.6	-12.1
투자활동 현금흐름	-312.2	-295.3	-235.6	-147.9	-157.0
유형자산 취득(취득)	-80.1	-63.7	-66.0	-78.6	-86.0
무형자산 감소(증가)	-20.5	1.2	-27.2	-28.8	-28.8
투자자산 감소(증가)	279.5	-235.8	-130.9	-1.9	-2.0
기타투자활동	-491.1	3.0	-11.5	-38.6	-40.1
재무활동 현금흐름	-98.8	-222.4	-161.9	-131.8	-133.9
차입금의 증가(감소)	-31.1	-109.9	-61.8	6.3	18.0
자본의 증가(감소)	-74.0	-95.4	-95.5	-138.1	-151.9
배당금 지급	63.1	92.3	85.5	138.1	151.9
기타재무활동	6.2	-17.1	-4.6	0.0	0.0
현금의 증감	-54.8	73.0	197.2	294.1	346.8
기초현금	506.4	451.5	524.6	721.8	1,015.9
기말현금	451.5	524.6	721.8	1,015.9	1,362.7

주요투자지표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
투자지표 (배)					
P/E	10.5	31.4	22.5	20.7	17.8
P/B	1.4	1.5	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	13.4	11.9	10.8	9.6	8.5
P/S	1.9	1.9	2.0	1.8	1.7
배당수익률 (%)	1.1	1.0	1.4	1.6	1.9
성장성 (%)					
매출액 증가율	5.7	9.5	11.6	9.1	9.5
영업이익 증가율	103.8	52.3	47.5	14.5	15.9
세전이익 증가율	121.2	-44.6	53.9	9.4	16.6
지배주주순이익 증가율	229.4	-60.3	61.4	8.9	16.6
EPS 증가율	241.0	-61.7	61.5	8.8	16.5
안정성 (%)					
부채비율	27.4	26.5	26.2	26.6	27.0
유동비율	158.3	178.8	206.1	231.1	252.6
순차입금/자기자본	-1.5	-4.8	-7.6	-12.0	-16.6
영업이익/금융비용	7.8	15.0	20.9	20.6	22.7
총차입금 (십억원)	440.2	350.1	337.9	344.1	362.1
순차입금 (십억원)	-78.5	-262.3	-437.7	-727.8	-1,058.9
주당지표 (원)					
EPS	9,937	3,805	6,146	6,688	7,793
BPS	76,066	78,917	83,011	87,009	91,804
SPS	56,265	61,590	68,712	74,948	82,031
DPS	1,125	1,240	2,000	2,200	2,600

아모레퍼시픽 목표주가 추이 및 투자의견 변동내역



Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:송지연)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 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 당사에 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

구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고	구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고
산업 (Industry)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	80.0%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 절대수익률	BUY	92.9%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	20.0%	시가총액 수준 유지			HOLD	7.1%	절대수익률 +15% ~ -15%
		Underweight (비중축소)	0.0%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
		합계 100%					합계 100%		

달바글로벌 483650

Analyst 송지연 | 화장품

02-3779-3474, jy.song@sangsanginib.com

고성장에도 방식이 있다

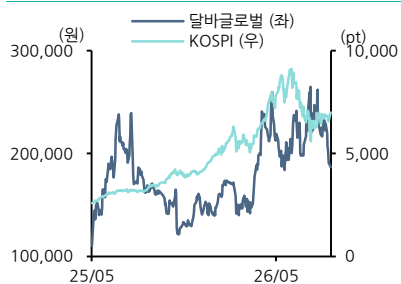
BUY 신규

목표주가 신규	260,000원
종가(26.09.10)	176,600원
상승여력	47.2%

Stock Data

KOSPI(09/10)	7,033.9pt
시가총액	22,121억원
액면가	100원
52 주 최고가	265,000원
52 주 최저가	121,200원
외국인지분율	42.7%
90 일 일평균거래대금	400억원
주요주주지분율	
반성연 (외 11 인)	25.4%
유동주식비율	73.2%

Stock Price



2Q26 Review: 해외 성장 가속, 영업 레버리지 본격화

달바글로벌의 2분기 매출액은 1,869억원(+45.6% YoY), 영업이익은 472억원(+61.6% YoY)을 기록했다. 북미, 유럽, 아세안 지역의 매출이 전년동기대비 각각 +174.5%, +241.7%, +98.9% 증가하며 전사 성장을 견인하였다. 북수 SKU의 온라인 성장과 주요 국가의 오프라인 점포 및 SKU 확대가 이어졌다. 수익성 측면에서는 매출 확대에 따른 영업 레버리지와 마케팅 효율화로 판관비율이 하락하며 OPM은 25.3%를 기록했다.

온라인에서 확인된 수요가 오프라인으로

2026년 매출액은 7,458억원(+43.5% YoY), 영업이익 1,633억원(+60.9% YoY)을 예상한다. 향후 1년은 북미와 유럽의 오프라인 확대가 핵심 성장 동력이 될 전망이다. 북미에서는 코스트코 전 점포 확대와 세포라 신규 입점 등이 이어지고 있으며, 유럽도 스페인 Druni를 시작으로 영국 Boots, 독일-체코 Rossmann, 이탈리아 OVS 등 주요 리테일러 입점이 예정돼 있다. 기존 최대 해외 시장인 일본도 오프라인 점포와 SKU 확대를 통해 성장을 이어가고 있어 신규 시장의 고성장과 기존 시장의 성장이 동시에 나타날 전망이다.

투자의견 BUY, 목표주가 260,000원으로 커버리지 개시

투자의견 BUY, 목표주가 260,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 Target PER 20.6배를 적용해 산출했다. 동사는 높은 이익 성장률뿐 아니라 해외 매출이 여러 권역으로 분산돼 있고, 가격과 유통에 대한 통제력을 유지하며 프리미엄 브랜드로서의 입지를 넓히고 있다는 점에서 성장의 지속성이 높다고 판단한다. 향후 주가는 북미·유럽 오프라인 매출의 확대 속도와 고성장 지속 여부, 신규 채널에서도 가격과 수익성을 유지할 수 있는지에 민감하게 반응할 전망이다.



QR코드로 간편하게

상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	309	60	15	1,344	0.0	n/a	0.0	26.2	0.0
2025	520	101	79	6,379	23.1	16.8	9.2	52.6	1.8
2026E	754	165	131	10,502	16.8	12.6	7.1	51.7	1.5
2027E	953	218	170	13,591	13.0	9.1	4.9	45.0	1.9
2028E	1,109	267	207	16,593	10.6	6.9	3.6	39.2	2.4

자료 : K-IFRS연결기준, 상상인증권

투자포인트

기존 시장의 성장과 신규 시장의 확대가 동시에

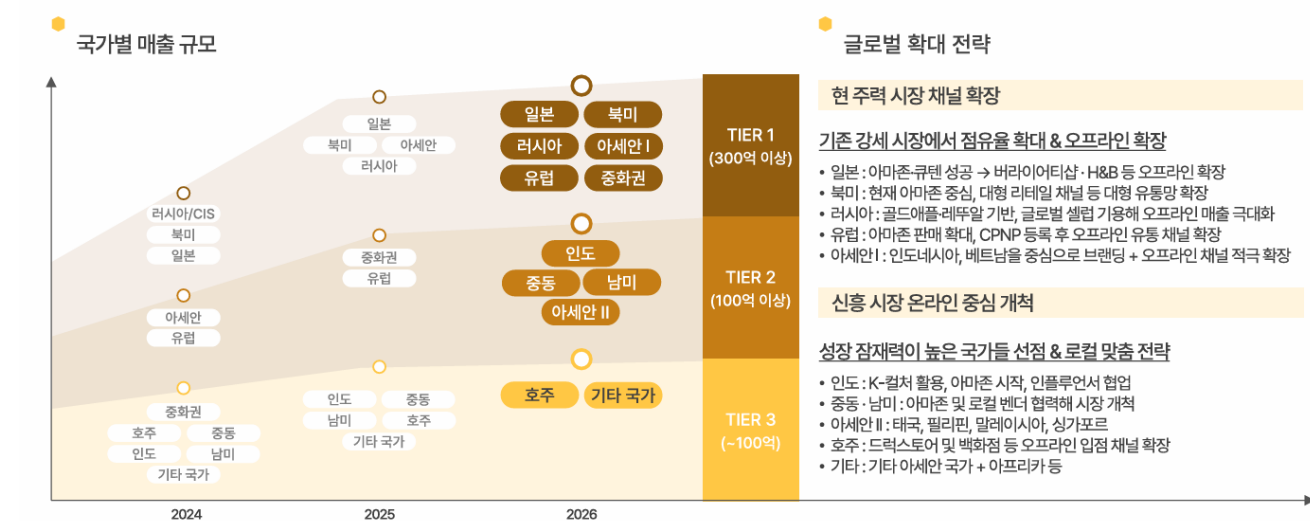
성장축이 교체되지 않고 쌓인다

달바글로벌의 해외 성장은 특정 권역에 집중되지 않고 여러 지역에서 동시에 나타나고 있다. 2026년 상반기 해외 매출은 2,592억원(+79.0% YoY)을 기록했다. 최대 해외 시장인 일본이 728억원으로 +52.1% 성장한 가운데 북미 591억원(+181.4% YoY), 유럽 343억원(+230.1% YoY), 아세안 404억원(+69.0% YoY), 중화권 195억원(+93.4% YoY) 등 주요 권역의 매출이 함께 확대됐다. 러시아는 같은 기간 역성장했으나, 다른 지역의 고성장에 힘입어 전체 해외 매출은 높은 증가세를 이어갔다. **신규 지역의 낮은 기저에만 의존하기보다 이미 일정 규모를 확보한 지역과 신규 성장 지역이 동시에 확대되고 있다는 점에 주목할 필요가 있다.**

지역별 성장 단계가 서로 다르다는 점도 향후 성장의 지속성을 높인다. 일본·러시아·아세안은 이미 일정 수준의 매출 기반을 확보한 시장인 반면 북미·유럽은 최근 가파르게 규모를 키우고 있으며, 인도·중동·중남미는 아직 초기 진입 단계다. 현재 고성장 중인 북미·유럽의 기저가 높아진 이후에도 후행 시장이 다음 성장축으로 더해지면서 지역별 성장이 순차적으로 이어질 수 있다.

최근에는 유럽이 새로운 성장 동력으로 부상하는 모습이 확인된다. 동사가 유럽에 리소스를 선제적으로 집중한 것은 아니지만 스페인·독일을 중심으로 온라인 판매 순위가 먼저 상승했고, 이후 영국 등으로 성과가 확산되고 있다. 과거 유럽에서 시작된 판매 흐름이 캐나다·호주 등을 거쳐 일정 시차를 두고 미국까지 이어지는 패턴도 관찰됐다. 온라인에서 확인된 수요를 바탕으로 유럽 내 오프라인 채널도 순차적으로 확대하고 있다.

그림 1. 달바글로벌 국가 및 채널 전략



자료: 달바글로벌, 상상인증권

성장 속도를 위해 브랜드를 희생하지 않는다

가격 통제력과 브랜드 포지셔닝을 장기간 유지하기 위한 전략

동사는 해외 진출 과정에서 가격과 유통에 대한 통제력을 유지하는 전략을 취하고 있다. 주요 리테일러와의 직접 거래를 원칙으로 하며, 단기적인 물량 확대보다 판매가격과 유통 구조를 관리하는 데 중점을 둔다. 현지 법령이나 유통 관행상 벤더 활용이 필요한 일부 시장을 제외하면 직거래 비중이 높으며, 전사 B2B 매출에서 실리콘투가 차지하는 비중도 5% 미만이다.

높아진 브랜드 인지도, 협상력으로 연결

브랜드 인지도 상승은 글로벌 유통사와의 거래 방식에서도 확인된다. 미국 코스트코의 경우 리테일러 측에서 먼저 입점을 제안했으며, 중간 벤더를 거치지 않고 동사가 판매조건을 직접 협상했다. 2025년 12월 약 150개 점포에서 판매를 시작한 이후 2026년 7월에는 약 650개 전 점포까지 입점이 확대됐으며, 판매 호조에 따라 추가 SKU도 도입되고 있다. 코스트코 측의 선제적인 입점 제안은 달바의 높아진 브랜드 인지도를 보여주는 사례다. 그 외에도 세포라·Boots 등 주요 글로벌 대형 B2B 업체와 직접 거래하며 가격과 판매조건에 대한 통제력을 유지하고 있다.

가격을 낮추기보다 진입 장벽을 낮춘다

동사는 시장 진입을 위해 가격을 낮추는 전략도 지양한다. 인도에서는 아마존 상위권을 차지하는 현지 저가 브랜드와 경쟁하기 위해 가격 조정을 검토했으나, 기존 제품의 판매가격을 낮추는 대신 용량을 줄여 가격 접근성을 높였다. 이후 아마존 내 판매 순위가 상승했고 Nykaa에 이어 Tira 입점도 확정됐다. 인도 매출은 2025년 약 40억원으로 아직 시장 진입 초기 단계다. 올 2분기 매출은 전년 동기 대비 1,126% 증가했다. 절대 매출 규모는 아직 작지만, 아마존 판매 순위 상승과 오프라인 채널 확대가 함께 나타나고 있다는 점에서 초기 시장 안착은 순조로운 것으로 판단한다.

동사의 전사 B2B 영업이익률은 30%를 상회하며, Gold Apple·얼타·코스트코 등 주요 대형 리테일러의 수익성은 이를 상회하는 것으로 파악된다. 2025년 37%였던 B2B 매출 비중은 올해 고마진 거래처를 중심으로 약 40%까지 높이는 것이 동사의 목표다. 향후 북미와 유럽의 오프라인 채널 확대에 따라 B2B 비중이 상승할 경우, 외형 성장과 함께 수익성 개선도 기대할 수 있다.

표 1. 달바글로벌의 주요 해외 유통 전략 사례

전략	사례
대형 리테일러와 직접 거래	Costco 인바운드 입점 → 직접 협상 → 150 개점에서 650 개 전점 확대
가격과 유통채널을 선별적으로 운영	인도 가격 인하 대신 용량 조정 / 독일 Douglas 대신 DM·Rossmann 선택
온라인 수요 확인 후 오프라인 확대	유럽 Amazon 복수 SKU 상위권 → 스페인 Costco·Primor·Druni → 이탈리아 OVS·영국 Boots

자료: 달바글로벌, 상상인증권

제품 의존도를 낮추고 성장축을 넓힌다

제품 포트폴리오 다변화와
브랜드 라인 세분화 추진

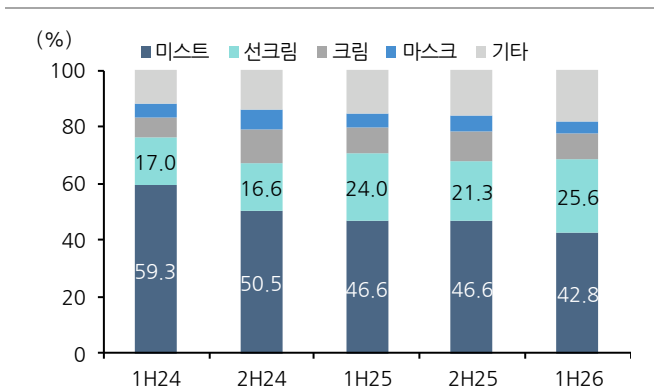
동사는 해외 지역뿐 아니라 제품 포트폴리오도 다변화하고 있다. 미스트 매출 비중은 2024년 상반기 59.3%에서 2026년 상반기 42.8%로 낮아진 반면, 같은 기간 선키어 비중은 17.0%에서 25.6%로 상승했다. 기타 카테고리 비중도 확대되고 있다. 제품별 매출이 분산될수록 특정 히어로 제품의 성장률과 계절성에 대한 의존도도 낮아질 것으로 판단한다.

이와 함께 달바를 기반으로 브랜드 포트폴리오도 확장하고 있다. 프리미엄 비건뷰티 브랜드 달바 Piedmont를 중심으로, 고기능·고단가 스킨케어 브랜드 Signature와 헤어·두피 전문 브랜드 Professional을 스펀오프 브랜드로 별도 육성 중이다. 이러한 노력의 결과로 올 2분기 Professional의 헤어·바디 매출은 전년동기대비 46% 성장했다. Signature 역시 국내 시코르 입점과 베트남 판매를 시작했으며 2026년 하반기까지 앰플·아이크림·에센스·크림 등으로 제품군을 확대할 예정이다.

인수까지 더해지는 포트폴리오
확장

한편 지난 7월에는 프리미엄 향수 브랜드 Kuoca의 지분 33.6%를 96억원에 취득하며 사업영역을 넓히고 있다. 아직 신규 라인과 브랜드의 실적 기여도는 제한적이나, 기존 주력 제품과 단일 브랜드에 집중된 성장 구조를 점진적으로 다변화한다는 점에서 중장기 성장 여력에 긍정적이다.

그림 2. 화장품 사업부 제품별 매출 비중 추이



자료: 달바글로벌, 상상인증권

표 2. 달바글로벌 브랜드 라인

브랜드 라인	포지셔닝/카테고리	최근 현황
d'Alba Piedmont	프리미엄 비건 뷰티	미스트·선키어 중심 기존 주력 브랜드
d'Alba Signature	고기능·고단가 스킨케어	시코르 입점, 베트남 출시 앰플·아이크림 등 확대
d'Alba Professional	헤어·두피 전문	2Q26 헤어·바디 매출 +46% YoY

자료: 달바글로벌, 상상인증권

표 3. 달바글로벌의 쿠오카 지분 투자 개요

구분	내용
투자 대상	프리미엄 프래그런스 브랜드 Kuoca
투자 시점	2026년 7월
취득 금액	96억원
취득 지분	33.61%
추가 인수 권리	투자 후 3년 경과 시 기존 주주 등의 잔여 지분 매수 옵션 보유
Kuoca 매출	2023년 10억원 → 2024년 23억원 → 2025년 65억원
해외 확장	일본·홍콩·대만 프리미엄 편집숍 진출, 북미 Luckyscent 입점 확정

자료: 달바글로벌, 상상인증권

기업개요

기업개요

K프리미엄 브랜드

2016년 설립된 달바글로벌은 **프리미엄 스킨케어 브랜드 달바(d'Alba)**를 중심으로 **화장품 사업을 영위하는 브랜드사**다. 이탈리아산 화이트 트러플을 핵심 원료로 활용하며, 비건 인증과 프리미엄 이미지를 기반으로 프리미엄 스킨케어 시장에 포지셔닝하고 있다. 대표 제품은 화이트 트러플 퍼스트 스프레이 세럼과 톤업 선크림으로, 미스트와 선크어가 전체 매출의 약 70%를 차지하는 주력 제품군이다. 이외에도 크림, 마스크팩, 앰플·세럼 등 스킨케어 전반으로 제품군을 보유하고 있다. 화장품 외에는 건강기능식품 브랜드 비거너리와 뷰티 디바이스 사업을 운영하고 있으나, 매출의 대부분은 달바 화장품에서 발생한다.

2025년 기준 해외 매출 비중은 62.7%로 국내 매출을 상회한다. 해외 매출은 일본이 가장 큰 비중을 차지하며 북미, 아세안, 러시아 등이 뒤를 잇고 있어 특정 국가에 집중되기보다는 비교적 다양한 지역에서 매출이 발생하고 있다. 일본·러시아·미국에는 현지법인을 두고 있다. 이러한 해외 사업 확대에 힘입어 2025년 연결 매출액은 5,197억원을 기록했다.

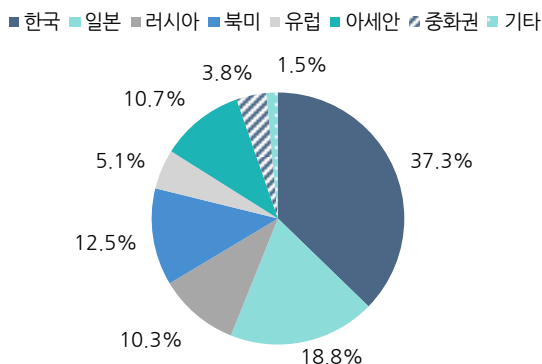
한편, 동사는 2024년 7월 사명을 비모뉴먼트에서 달바글로벌로 변경했으며, 2025년 5월 유가증권시장에 상장했다.

표 4. 달바글로벌 연혁

날짜	내용
2016.03	(주)비모뉴먼트 설립
2016.08	프리미엄 화장품 브랜드 '달바' 론칭
2023.03	건강기능식품 브랜드 '비거너리' 론칭
2023.06	러시아 현지법인 DALBA RUS LLC. 설립
2024.07	사명을 '달바글로벌'로 변경
2024.07	일본 현지법인 DALBA JAPAN CO., LTD. 설립
2024.09	달바 시그니처 뷰티 디바이스 론칭
2024.12	미국 현지법인 DALBA USA CORP. 설립
2025.05	유가증권시장 상장
2026.07	프리미엄 프래그런스 브랜드 '쿠오카' 지분 33.6% 취득

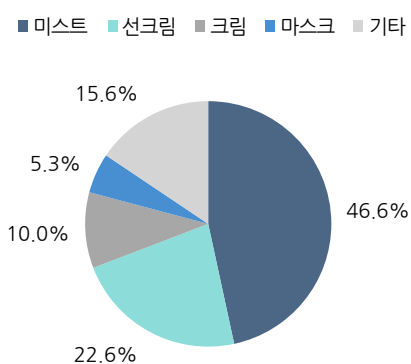
자료: 달바글로벌, 상상인증권

그림 3. 2025년 달바글로벌 지역별 매출 비중



자료: 달바글로벌, 상상인증권

그림 4. 2025년 화장품 사업부 제품별 매출 비중



자료: 달바글로벌, 상상인증권

실적전망 및 밸류에이션

실적전망

북미·유럽이외형 성장을 견인

2026년 연결 매출액은 7,540억원(+45.0% YoY), 영업이익은 1,648억원(+62.4% YoY)을 전망한다. 국내 매출은 2,058억원(+6.2% YoY)으로 제한적인 성장이 예상되나, 해외 매출은 확대될 것이다. 북미는 대형 오프라인 채널 확대에 힘입어 1,356억원(+109.4% YoY), 유럽은 온라인 판매 호조와 신규 리테일러 입점으로 829억원(+212.3% YoY)을 예상한다. 일본은 쿠팡 채널 전반의 성장세가 둔화되나 채널 다변화를 바탕으로 1,453억원(+48.7% YoY)을 기록할 전망이다. 아세안과 중화권도 각각 773억원(+38.7% YoY), 341억원(+70.6% YoY)으로 견조한 성장세를 이어갈 것으로 판단한다.

2026년 OPM은 21.9%로 예상한다. 해외 성장에 따른 운반비 및 수수료 부담은 이어지겠으나, 외형 확대에 따라 매출 대비 판매관리비율이 낮아지며 수익성 개선으로 이어질 전망이다.

표 5. 실적전망 Table

		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액 (억원)	TOTAL	1,138	1,284	1,142	1,635	1,712	1,869	1,735	2,224	5,198	7,540	9,534
	한국	502	471	407	557	536	453	443	626	1,937	2,058	2,246
	해외	636	812	735	1,077	1,177	1,415	1,292	1,598	3,260	5,482	7,288
	일본	221	258	184	314	368	360	308	417	977	1,453	1,629
	러시아	106	187	116	128	107	123	120	156	536	506	538
	북미	83	127	176	261	243	348	361	403	648	1,356	1,883
	유럽	44	60	62	99	138	205	213	273	265	829	1,483
	아세안	127	112	144	174	182	222	188	181	557	773	928
	중화권	44	58	34	65	97	98	55	90	200	341	423
	기타	11	11	18	36	41	59	46	78	76	224	404
yoy %	TOTAL	71.9	73.8	55.0	71.5	50.5	45.6	51.9	36.0	68.2	45.0	26.5
	한국	11.1	14.3	18.8	17.4	6.7	(3.8)	8.8	12.4	15.2	6.2	9.2
	해외	202.4	148.7	86.5	125.0	85.1	74.2	75.9	48.3	131.3	68.2	32.9
	일본	267.4	366.3	146.2	151.1	67.1	39.2	67.1	32.8	209.9	48.7	12.1
	러시아	263.0	40.5	(19.3)	29.5	0.8	(34.3)	4.0	22.0	32.7	(5.7)	6.4
	북미	59.9	140.0	175.4	208.1	192.0	174.5	105.0	54.4	155.3	109.4	38.9
	유럽	800.2	514.2	209.7	226.9	214.1	241.7	240.7	175.7	307.7	212.3	79.0
	아세안	126.1	119.6	150.9	80.3	42.8	98.9	30.5	4.0	113.3	38.7	20.0
	중화권	1,006.9	189.8	61.0	52.5	123.8	70.5	63.0	39.0	128.7	70.6	24.0
	기타	191.2	128.7	36.3	3,944.4	268.6	434.4	160.6	113.6	239.2	193.9	80.0
Sales portion %	한국	44.1	36.7	35.7	34.1	31.3	24.3	25.5	28.2	37.3	27.3	23.6
	해외	55.9	63.3	64.3	65.9	68.7	75.7	74.5	71.8	62.7	72.7	76.4
	일본	19.4	20.1	16.2	19.2	21.5	19.2	17.8	18.8	18.8	19.3	17.1
	러시아	9.3	14.6	10.1	7.8	6.2	6.6	6.9	7.0	10.3	6.7	5.6
	북미	7.3	9.9	15.4	16.0	14.2	18.6	20.8	18.1	12.5	18.0	19.8
	유럽	3.9	4.7	5.5	6.0	8.1	11.0	12.3	12.3	5.1	11.0	15.6
	아세안	11.2	8.7	12.6	10.7	10.6	11.9	10.9	8.1	10.7	10.3	9.7
	중화권	3.8	4.5	3.0	4.0	5.7	5.3	3.2	4.0	3.8	4.5	4.4
	기타	1.0	0.9	1.5	2.2	2.4	3.2	2.6	3.5	1.5	3.0	4.2
영업이익 (억원)	TOTAL	301	292	167	255	451	472	314	411	1,015	1,648	2,185
	yoy %	TOTAL	104.3	66.0	18.6	89.5	50.0	61.6	88.5	60.9	69.6	32.6
OPM (%)	TOTAL	26.4	22.8	14.6	15.6	26.3	25.3	18.1	18.5	19.5	21.9	22.9
	yoy %p	TOTAL	4.2	(1.1)	(4.5)	1.5	(0.1)	2.5	3.5	2.9	0.2	1.1

자료: 달바글로벌, 상상인증권

밸류에이션

투자의견 BUY,
목표주가 260,000원 커버리지 개시

달바글로벌에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 260,000원으로 커버리지를 개시한다.

목표주가는 국내 주요 화장품 브랜드사인 아모레퍼시픽과 LG생활건강의 평균 12MF PER인 20.6배를 적용해 산출했다. 동사는 비교기업 대비 사업규모가 작고 단일 브랜드 의존도가 높다. 다만 아모레퍼시픽과 LG생활건강의 2026E 평균 매출 성장률이 6.9%, OPM이 8.1% 수준인 반면, 동사는 각각 45.1%, 21.9%로 성장성과 수익성이 높다. 이를 감안하면 규모와 포트폴리오 차이에도 비교기업 수준의 밸류에이션 적용이 가능하다고 판단한다.

높은 성장성과 수익성은 해외 지역과 판매 채널의 확장을 통해 이어질 전망이다. 해외 매출이 일본·북미·유럽·아세안 등으로 분산된 가운데 주요 권역에서 높은 성장세를 이어가고 있으며, 가격과 유통에 대한 통제력을 유지하면서 프리미엄 브랜드 포지셔닝을 훼손하지 않는 확장 전략을 병행하고 있다.

제품 측면에서도 미스트 중심의 구조에서 선케어·크림 등으로 판매가 확대되고 있다. 여기에 브랜드 라인 세분화와 쿠팡·이마트 지분 투자를 통해 추가적인 성장 여력을 확보하고 있어, 지역·제품·브랜드의 다변화가 중장기 성장의 지속성을 높일 것으로 판단한다.

표 6. 달바글로벌 목표주가 산정 Table

내용	금액	비고
12MF 지배주주순이익 (십억원)	158	
Target PER (배)	20.6	아모레퍼시픽, LG 생활건강 12MF PER 평균
기업가치 (십억원)	3,257	
유통주식수	12,410,551	
적정주가 (원)	262,466	
목표주가 (원)	260,000	
현재주가 (원)	176,600	
Upside Potential	47.2%	

자료: 달바글로벌, 상상인증권

대차대조표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	128.3	239.1	379.6	530.4	709.1
현금 및 현금성자산	54.0	101.0	113.8	219.4	361.0
매출채권	21.3	40.7	58.3	74.1	86.8
재고자산	47.9	66.2	90.2	114.7	134.3
비유동자산	7.8	16.2	19.3	19.4	20.1
관계기업투자등	0.1	3.6	3.7	3.9	4.0
유형자산	1.1	1.2	1.2	0.6	0.5
무형자산	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
자산총계	136.1	255.3	398.9	549.8	729.2
유동부채	31.3	53.6	83.3	97.0	110.2
매입채무	18.9	35.1	58.5	71.3	83.5
단기금융부채	0.8	0.9	1.2	1.2	1.2
비유동부채	2.7	3.2	6.6	6.7	6.9
장기금융부채	2.0	2.0	3.2	3.2	3.2
부채총계	34.0	56.8	89.9	103.8	117.1
지배주주지분	102.1	198.6	309.1	446.0	612.1
자본금	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
자본잉여금	73.8	91.1	74.0	74.0	74.0
이익잉여금	25.8	101.4	246.6	383.5	549.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	102.1	198.6	309.1	446.0	612.1

손익계산서

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	309.1	519.7	754.0	953.4	1,109.3
매출원가	74.7	125.3	177.6	222.6	256.8
매출총이익	234.4	394.4	576.3	730.8	852.6
판매비와 관리비	174.5	293.0	411.5	512.3	585.2
영업이익	59.8	101.5	164.8	218.5	267.3
EBITDA	60.6	102.8	166.7	219.7	268.2
금융손익	2.0	1.3	6.8	3.3	3.4
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-32.8	0.2	0.9	0.0	0.0
세전계속사업이익	29.1	102.9	172.5	221.7	270.7
계속사업법인세비용	13.7	23.9	41.1	51.4	62.8
당기순이익	15.4	79.1	131.4	170.3	207.9
지배주주순이익	15.4	79.1	131.2	169.8	207.3
매출총이익률 (%)	75.8	75.9	76.4	76.7	76.9
영업이익률 (%)	19.4	19.5	21.9	22.9	24.1
EBITDA 마진률 (%)	19.6	19.8	22.1	23.0	24.2
세전이익률 (%)	9.4	19.8	22.9	23.3	24.4
지배주주순이익률 (%)	5.0	15.2	17.4	17.8	18.7
ROA (%)	14.4	40.4	40.1	35.8	32.4
ROE (%)	26.2	52.6	51.7	45.0	39.2
ROIC (%)	97.2	105.6	85.8	79.4	85.8

현금흐름표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	15.8	68.5	103.1	139.8	184.3
당기순이익(손실)	15.4	79.1	131.4	170.3	207.9
현금수익비용가감	47.8	29.7	24.9	0.8	0.4
유형자산감가상각비	0.7	1.3	1.8	1.1	0.8
무형자산상각비	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
기타현금수익비용	47.1	28.3	12.8	-0.4	-0.5
운전자본 증감	-42.4	-23.6	-34.1	-31.4	-24.0
매출채권의 감소(증가)	-6.5	-19.6	-16.0	-15.9	-12.6
재고자산의 감소(증가)	-31.0	-19.3	-24.6	-24.5	-19.6
매입채무의 증가(감소)	5.1	14.0	4.9	12.8	12.2
기타영업현금흐름	-10.0	1.3	1.6	-3.8	-4.0
투자활동 현금흐름	-1.8	-30.0	-84.3	-1.4	-1.5
유형자산 취득(취득)	-0.8	-0.3	-1.2	-0.6	-0.6
무형자산 감소(증가)	-0.3	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
투자자산 감소(증가)	0.0	-0.2	-0.9	-0.2	-0.2
기타투자활동	-0.7	-29.3	-82.2	-0.6	-0.6
재무활동 현금흐름	-2.2	9.1	-8.0	-32.8	-41.2
차입금의 증가(감소)	-0.4	-0.9	-0.5	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-1.8	9.9	-35.0	-32.8	-41.2
배당금 지급	2.4	31.0	32.5	32.8	41.2
기타재무활동	0.0	0.0	27.5	0.0	0.0
현금의 증감	12.7	47.0	12.8	105.5	141.6
기초현금	41.3	54.0	101.0	113.8	219.4
기말현금	54.0	101.0	113.8	219.4	361.0

주요투자지표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
투자지표 (배)					
P/E	0.0	23.1	16.8	13.0	10.6
P/B	0.0	9.2	7.1	4.9	3.6
EV/EBITDA	n/a	16.8	12.6	9.1	6.9
P/S	n/a	3.5	2.9	2.3	2.0
배당수익률 (%)	0.0	1.8	1.5	1.9	2.4
성장성 (%)					
매출액 증가율	53.9	68.2	45.1	26.5	16.4
영업이익 증가율	84.4	69.6	62.4	32.6	22.3
세전이익 증가율	89.7	254.1	67.5	28.6	22.1
지배주주순이익 증가율	13.3	413.0	66.0	29.4	22.1
EPS 증가율	-12.1	374.7	64.6	29.4	22.1
안정성 (%)					
부채비율	33.3	28.6	29.1	23.3	19.1
유동비율	409.7	446.2	455.9	546.5	643.4
순차입금/자기자본	-50.1	-49.4	-35.4	-48.2	-58.3
영업이익/금융비용	76.4	410.1	415.8	420.1	514.0
총차입금 (십억원)	2.8	2.9	4.3	4.3	4.3
순차입금 (십억원)	-51.2	-98.0	-109.5	-215.0	-356.6
주당지표 (원)					
EPS	1,344	6,379	10,502	13,591	16,593
BPS	8,902	16,022	24,736	35,698	48,995
SPS	26,955	41,939	60,346	76,308	88,790
DPS	305	2,629	2,630	3,300	4,200

달바글로벌 목표주가 추이 및 투자 의견 변동내역



Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:송지연)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 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 당사에 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

구분	투자 의견 기준 및 기간	투자 등급	투자 의견 비율	비고	구분	투자 의견 기준 및 기간	투자 등급	투자 의견 비율	비고
산업 (Industry)	투자 등급 3 단계 향후 12 개월 시장 대비 상대 수익률	Overweight (비중 확대)	80.0%	시가총액 대비 비중 확대	기업 (Company)	투자 등급 3 단계 향후 12 개월 절대 수익률	BUY	92.9%	절대 수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	20.0%	시가총액 수준 유지			HOLD	7.1%	절대 수익률 +15% ~ -15%
		Underweight (비중 축소)	0.0%	시가총액 대비 비중 축소			SELL	0.0%	절대 수익률 -15% 초과
		합계 100%					합계 100%		

북미에서 찾은 새로운 성장 동력

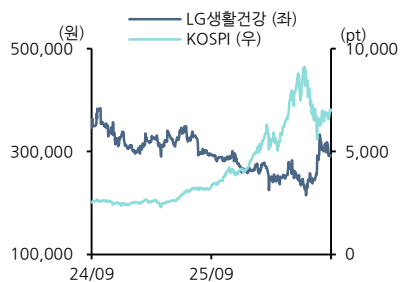
HOLD 신규

목표주가 신규	330,000원
증가(26.09.10)	295,000원
상승여력	11.9%

Stock Data

KOSPI(09/10)	7,033.9pt
시가총액	44,178억원
액면가	5,000원
52 주 최고가	333,500원
52 주 최저가	215,000원
외국인지분율	31.6%
90 일 일평균거래대금	227억원
주요주주지분율	
LG (외 2 인)	35.5%
유동주식비율	62.4%

Stock Price



2Q26 Review: 닥터그루트 효과

LG생활건강의 2026년 2분기 연결 매출액은 1조 6,574억원(+3.3% YoY), 영업이익 1,028억원(+87.5% YoY)을 기록했다. 미국 관세 환급 150억원(뷰티 120억원, HDB 30억원)의 일회성 이익이 반영됐으나, 이를 제외해도 이익 개선세는 뚜렷했다. 북미는 매출액이 중국을 상회한 가운데, 닥터그루트 등 프리미엄 브랜드의 성장에 힘입어 흑자를 기록하며 외형과 수익성이 모두 개선됐다. 반면 음료 부문은 원부자재 가격 상승 영향으로 수익성이 둔화됐다.

북미 성장의 본격화

북미는 중화권을 대체할 새로운 성장축으로 부상하고 있다. 2026년 상반기 북미 매출은 전년동기대비 41.5% 증가하며 중국의 감소분을 상쇄했고, 2분기 북미 내 LG생활건강 브랜드 비중도 약 50%까지 상승했다. 하반기에는 닥터그루트의 코스트코 입점 SKU 확대와 세포라 입점 효과가 이어질 전망이다. 한편 동사는 적자법인인 The Avon Company의 매각을 결정했으며, 9월부터 연결 실적에서 제외 예정이다. 북미 외형 감소는 불가피하나, 적자 사업 정리와 LG사업 비중 확대에 따른 사업 구조 개선은 긍정적이다.

투자의견 HOLD, 목표주가 330,000원으로 커버리지 개시

투자의견 HOLD, 목표주가 330,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 Target PER 16.6배를 적용해 산출했다. Target PER은 로레알, Estée Lauder, P&G, Unilever의 12MF PER 평균에 30% 할인한 수준이다. 북미 성장과 뷰티 사업의 이익 정상화는 긍정적이나, 글로벌 브랜드 육성 역량에 대한 추가적인 프리미엄을 부여하기 위해서는 빌리프·CNP 등 자체 브랜드에서도 유의미한 해외 성과가 누적될 필요가 있다. 현재 주가에서는 실적 회복 기대가 상당 부분 반영됐다고 판단해 HOLD 의견을 제시한다.



QR코드로 간편하게

상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	6,812	459	189	11,633	26.2	6.2	1.0	3.4	1.1
2025	6,355	171	-100	-6,822	n/a	8.0	0.8	-1.8	0.8
2026E	6,497	371	245	16,391	18.0	5.9	0.9	4.4	1.6
2027E	6,657	440	306	20,535	14.4	4.9	0.9	5.3	1.9
2028E	6,806	459	325	21,766	13.6	4.4	0.8	5.4	2.0

자료 : K-IFRS연결기준, 상상인증권

투자포인트

2026 북미 매출액 2,058억원으로
중화권 매출 상회

중화권을 넘어선 북미

2026년 상반기 북미 매출액은 3,739억원(+41.5% YoY)으로 중국 매출액 3,548억원(-10.0% YoY)을 상회했다. 특히 과거 에이본·더크렘샵 등 인수법인 비중이 높았던 북미에서 동사가 직접 운영하는 LG사업 매출 비중은 지난해 하반기 40% 수준에서 올해 2분기에는 약 50%까지 상승했으며, 동기간 LG사업 매출도 전년동기대비 100% 이상 증가했다.

닥터그루트,
북미 성장과 수익성 개선을 동시에

성장을 견인하는 브랜드는 닥터그루트로 2023년 북미 진출 이후 2025년부터 성과가 본격화됐다. 2025년 10월 북미 코스트코 682개점에 주력 샴푸를 입점한 데 이어 올해는 컨디셔너까지 취급 제품을 확대했다. 동일 상품군에서 소수 제품에 판매를 집중하는 코스트코의 특성상 추가 입점은 기존 샴푸의 판매 성과를 보여준다. 세포라 등 주요 오프라인 채널로도 점점을 넓히며 올해 닥터그루트의 북미 매출 1,000억원을 목표로 하고 있다.

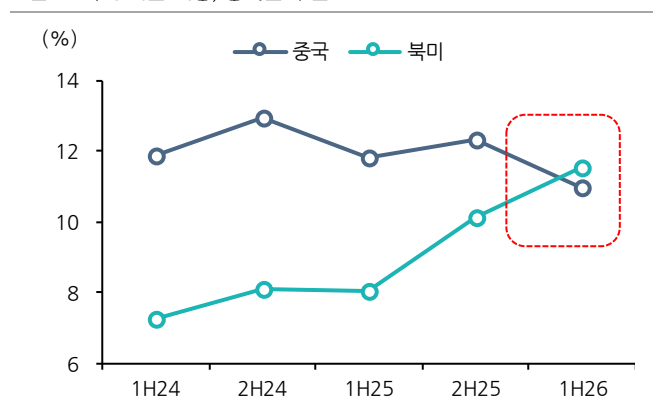
수익성 개선에도 기여하고 있다. 현지에서 30~50달러대의 프리미엄 제품을 중심으로 판매하고 있으며, 과도한 가격 할인 정책 또한 진행하지 않고 있다. 이에 프리미엄 브랜드 비중 상승에 따른 제품 믹스 개선이 나타나면서 올해 1분기 LG 사업이 흑자 전환했고, 2분기에는 일회성 관세 환급 효과를 제외해도 북미 전체 사업이 흑자를 기록했다.

하반기 성장률은 전년 코스트코 입점의 높은 기저로 둔화될 수 있으나, 오프라인 채널 확대와 추가 제품 출시에 힘입어 북미 사업의 성장세는 이어질 전망이다.

북미 The Avon Company 매각 결정

한편 동사는 2026년 8월 북미 Avon 사업을 영위하는 The Avon Company의 지분 전량을 매각하기로 결정했다. The Avon Company는 2025년 매출액 2,692억원, 당기순손실 301억원을 기록했으며 9월부터 연결 실적에서 제외될 예정이다. 북미 외형 감소는 불가피하나 적자 사업 정리에 따른 사업구조 개선은 긍정적이다. 향후에는 LG사업의 성장이 이를 얼마나 상쇄할지가 중요하다.

그림 1. 북미 매출 비중, 중국을 추월



자료: LG생활건강, 상상인증권

표 1. 닥터그루트 북미 진출 타임라인

날짜	내용
2023.11	닥터그루트 북미 온라인 시장 첫 진출
2025.10	미국·캐나다·멕시코 포함 북미 682 개 오프라인 매장 입점
2026.03	미국 세포라 공식 온라인몰 입점
2026.03	코스트코 샴푸에 이어 컨디셔너 추가 입점
2026.05	미국 세포라 핵심 매장 약 90 개점 선론칭, 전용 '헤어타워' 설치. SRS 라인 8 종 판매
2026.08	미국 세포라 424 개점 정식 입점, 제품 14 종 판매 시작

자료: LG생활건강, 상상인증권

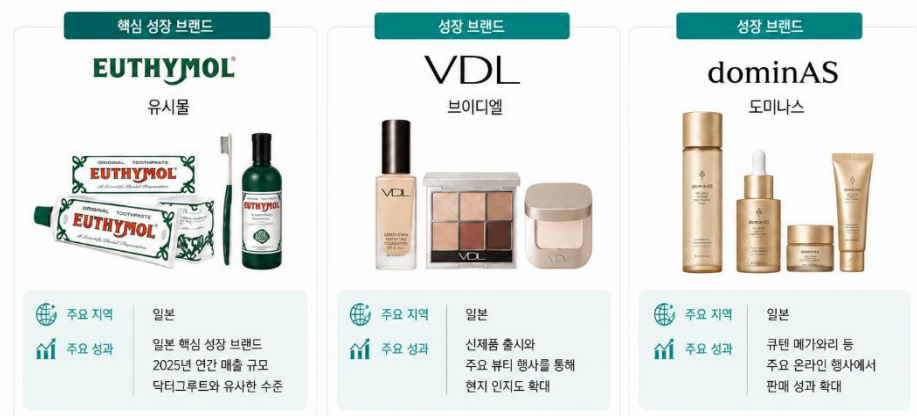
비중국 지역에서 나타나는 성장 브랜드

유시몰은 일본 성장 견인 중

북미 외 지역에서도 성장 브랜드가 나타나고 있다. 대표적인 브랜드는 유시몰이다. 유시몰은 국내와 일본을 중심으로 판매 호조를 이어가고 있으며, 특히 일본 사업의 성장을 견인하고 있다. 유시몰의 2025년 연간 매출 규모 역시 닥터그루트와 유사한 수준을 기록했다.

유시몰 외에도 VDL과 도미나스가 일본에서 성장세를 이어가고 있다. VDL은 신제품 출시와 주요 뷰티 행사를 통해 현지 인지도를 높이고 있으며, 도미나스도 큐텐 메가와리 등 주요 온라인 행사에서 판매 성과를 내고 있다. 닥터그루트가 북미에서, 유시몰이 일본에서 핵심 성장 브랜드로 자리잡고 추가 브랜드에서도 성과가 나타나면서, 과거 더후와 중화권에 집중됐던 해외 사업의 지역 및 브랜드 구성이 점차 다변화되고 있다는 점은 긍정적이다.

그림 2. 비중국 지역에서 나타나는 성장 브랜드



자료: LG생활건강, 상상인증권

기업개요

기업개요

화장품·생활용품·음료를 아우르는 포트폴리오

LG생활건강은 2001년 LG화학의 생활건강사업 부문이 분할되며 설립됐다. 사업은 크게 화장품, 생활용품, 음료로 구성된다. 화장품 사업에서는 더후·오후 등 럭셔리 브랜드부터 CNP·빌리프·더페이스샵·VDL·힌스 등 스킨케어 및 색조 브랜드를 운영하고 있으며, 닥터그루트·유시몰·피지오겔 등 헤어·오랄·더마 브랜드도 화장품 사업에 포함돼 있다.

생활용품 사업에서는 세탁세제, 주방세제, 구강용품, 바디·퍼스널케어 등 일상 소비재를 생산·판매한다. 음료 사업은 종속회사인 코카콜라음료와 해태htb를 통해 영위하며, 코카콜라를 비롯한 탄산음료와 주스·생수·커피 등 비탄산음료를 판매한다.

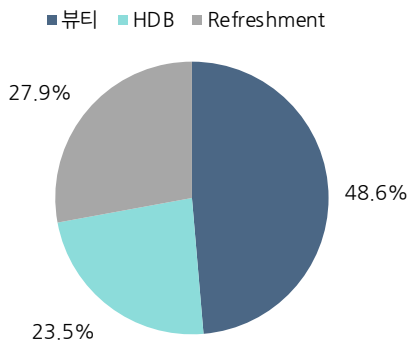
국내뿐 아니라 중국, 북미, 일본 등 주요 해외 지역에 현지 법인을 두고 사업을 운영하고 있다. 중국은 더후를 중심으로 화장품 사업을 전개하며, 북미에서는 LG생활건강 브랜드 사업과 에이본·더크렘샵 등 인수법인 사업을 함께 운영한다. 일본에서도 자체적으로 운영하는 브랜드와 현지 인수법인을 통해 화장품 및 생활소비재 사업을 영위하고 있다.

그림 3. LG생활건강 주요 브랜드 포트폴리오

Beauty (화장품)		HDB (생활용품)		Refreshment (음료)	
럭셔리	 O HUI	헤어/바디	 	탄산음료	 
스킨케어 (더마)	  	구강	 		
색조	 	세탁세제	  	비탄산음료	 
헤어케어		주방세제	 		
오랄케어		위생용품	 	커피/에너지 등	 
클린뷰티 (바디/스킨케어)	 				
페이셜케어					
기타 (뷰티디바이스·기능성)	 				

자료: LG생활건강, 상상인증권

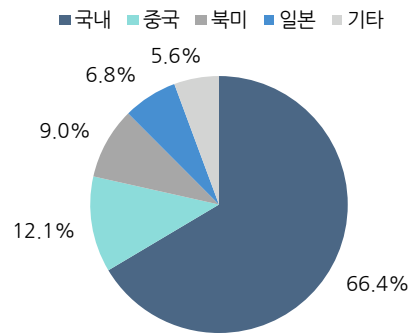
그림 4. 2025년 LG생활건강 사업부별 매출 비중



자료: LG생활건강, 상상인증권

주: 2026년 브랜드 재분류 영향으로 2025년 수치 재작성

그림 5. 2025년 LG생활건강 지역별 매출 비중



자료: LG생활건강, 상상인증권

표 2. LG생활건강 연혁

날짜	내용
2001.01	헤어케어 브랜드 엘라스틴 출시
2001.04	LG 생활건강 법인 분할
2003.02	궁중 럭셔리 화장품 브랜드 '후' 출시
2005.03	중국 상하이 판매법인 설립
2010.01	자연주의 화장품 브랜드 더페이스샵 인수
2010.03	한국음료 인수
2011.01	해태음료 인수
2013.01	일본 건강기능식품 업체 에버라이프 인수
2014.12	더마코스메틱 브랜드 CNP 코스메틱스 인수
2016.11	탈모·두피케어 브랜드 닥터그루트 출시
2019.08	미국 New Avon Company 인수
2020.05	피지오겔 아시아·북미 사업권 인수
2020.11	오랄케어 브랜드 리치·유시몰 사업권 인수
2021.08	미국 헤어케어 업체 Boinca 지분 인수
2022.04	미국 더크렘샵 지분 65% 인수
2023.10	색조 브랜드 힌스 운영사 비바웨이브 지분 75% 인수
2025.08	더크렘샵 잔여지분 35% 인수
2025.09	닥터그루트 미국 코스트코 682 개점 입점
2026.02	CNP 미국 열타뷰티 온·오프라인 입점
2026.03	닥터그루트 미국 세포라 입점

자료: LG생활건강, 상상인증권

실적전망 및 밸류에이션

실적전망

2026년 매출액 6조 4,967억원,
영업이익 3,714억원 전망

2026년 연결 매출액은 6조 4,967억원(+2.2% YoY), 영업이익은 3,714억원(+117.6% YoY)으로 전망한다. 북미에서는 닥터그루트를 중심으로 LG사업 성장이 이어질 것으로 예상하며, 중국은 수익성 중심의 사업 운영 기조를 감안해 보수적으로 추정했다. 뷰티 사업은 북미 프리미엄 브랜드 성장과 지난해 하반기 면세 물량 조절에 따른 낮은 기저를 바탕으로 흑자 전환할 전망이다. 다만 더후 천기단의 면세 공급 조절과 비중국 지역의 마케팅 투자가 지속되면서 수익성 개선 폭은 제한될 것으로 예상된다.

HDB 부문은 온라인과 코스트코 등 육성 채널의 성장으로 전통 채널 부진을 일부 상쇄할 전망이다. 음료는 내수 소비 둔화와 원부자재 가격 상승 부담으로 매출과 이익 성장이 제한될 것으로 예상된다. 이에 금년 전사 OPM은 5.7%(+3.0%p YoY)로 회복할 것으로 보인다.

표 3. 실적전망 Table

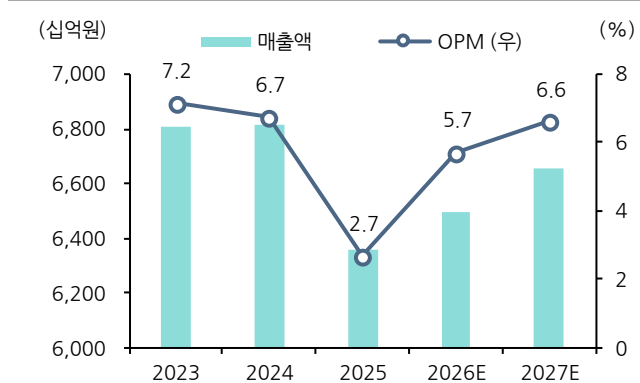
		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액 (십억원)	TOTAL	1,698	1,605	1,580	1,473	1,577	1,657	1,707	1,556	6,356	6,497	6,657
	Beauty	879	788	663	761	771	818	769	823	3,091	3,181	3,279
	HDB	402	358	404	327	398	378	403	376	1,491	1,554	1,596
	Refreshment	417	459	513	384	408	461	535	358	1,772	1,761	1,782
yoy %	TOTAL	(1.8)	(8.8)	(7.8)	(8.5)	(7.1)	3.3	8.0	5.6	(6.7)	2.2	2.5
	Beauty	18.7	3.7	1.8	8.9	(12.3)	3.9	16.1	8.0	8.4	2.9	3.1
	HDB	(27.4)	(31.4)	(28.2)	(34.5)	(0.9)	5.5	(0.2)	14.7	(30.2)	4.2	2.7
	Refreshment	(4.0)	(4.1)	2.4	(6.7)	(2.2)	0.5	4.4	(6.8)	(2.9)	(0.6)	1.2
Sales portion %	Beauty	51.8	49.1	41.9	51.7	48.9	49.4	45.1	52.9	48.6	49.0	49.3
	HDB	23.7	22.3	25.6	22.2	25.2	22.8	23.6	24.1	23.5	23.9	24.0
	Refreshment	24.6	28.6	32.4	26.0	25.9	27.8	31.3	23.0	27.9	27.1	26.8
영업이익 (십억원)	TOTAL	142	55	46	(73)	108	103	98	62	171	371	440
	Beauty	68	(6)	(49)	(78)	39	44	19	25	(65)	127	164
	HDB	28	18	32	16	25	22	30	25	93	103	114
	Refreshment	47	43	63	(10)	44	36	49	12	142	141	162
yoy %	TOTAL	(5.7)	(65.4)	(56.5)	적전	(24.3)	87.6	113.0	흑전	(62.8)	117.5	18.5
	Beauty	7.6	적전	적전	적전	(43.2)	흑전	흑전	흑전	적전	흑전	29.2
	HDB	(22.3)	(46.6)	(22.3)	(29.7)	(7.6)	23.2	(6.5)	62.9	(29.8)	10.5	10.5
	Refreshment	(10.5)	(18.0)	17.0	적전	(6.8)	(15.1)	(21.3)	흑전	(15.4)	(0.6)	14.7
OP portion %	Beauty	47.7	(10.8)	(105.2)	107.8	35.8	43.2	19.5	39.6	(38.1)	34.2	37.3
	HDB	19.3	33.0	69.3	(21.5)	23.6	21.7	30.4	40.8	54.6	27.7	25.9
	Refreshment	33.0	77.6	135.5	13.6	40.6	35.1	50.1	19.6	83.3	38.1	36.9
OPM (%)	TOTAL	8.4	3.4	2.9	(4.9)	6.8	6.2	5.8	4.0	2.7	5.7	6.6
	Beauty	7.7	(0.7)	(7.3)	(10.3)	5.0	5.4	2.5	3.0	(2.1)	4.0	5.0
	HDB	6.8	5.1	7.9	4.8	6.4	5.9	7.4	6.8	6.3	6.6	7.1
	Refreshment	11.3	9.3	12.2	(2.6)	10.7	7.8	9.2	3.4	8.0	8.0	9.1
yoy %p	TOTAL	(0.3)	(5.6)	(3.3)	(7.6)	(1.5)	2.8	2.8	8.9	(4.1)	3.0	0.9
	Beauty	(0.8)	(10.3)	(9.1)	(11.9)	(2.7)	6.2	9.8	13.3	(7.7)	6.1	1.0
	HDB	0.5	(1.4)	0.6	0.3	(0.5)	0.8	(0.5)	2.0	0.0	0.4	0.5
	Refreshment	(0.8)	(1.6)	1.5	(5.1)	(0.5)	(1.4)	(3.0)	6.0	(1.2)	0.0	1.1

자료: LG생활건강, 상상인증권

주: 2026년 브랜드 재분류 영향으로 2025년 수치 재작성

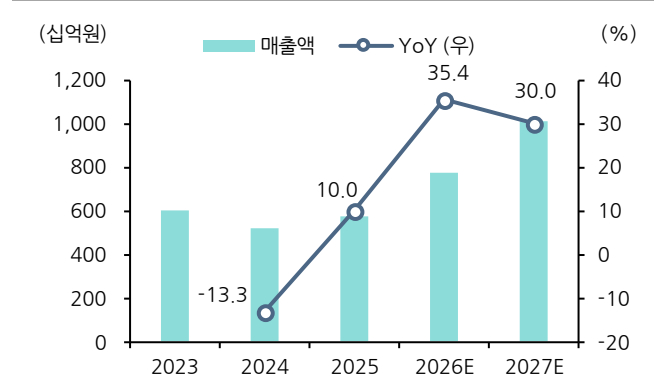
주: The Avon Company 매각에 따른 연결 제외 및 처분손익 영향은 실적 추정치에 미반영

그림 6. LG생활건강 연결 실적 전망



자료: LG생활건강, 상상인증권

그림 7. LG생활건강 북미 매출액 및 성장률 전망



자료: LG생활건강, 상상인증권

밸류에이션

투자의견 HOLD,
목표주가 330,000원 제시

LG생활건강에 대해 투자의견 HOLD, 목표주가 330,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 Target PER 16.6배를 적용했다. Target PER은 로레알, 에스티로더, P&G, Unilever의 평균 12MF PER에 30% 할인한 수치다.

Peer 그룹 대비 낮은 수익성과 글로벌 브랜드 육성 성과를 할인 요인으로 반영했다. 비교기업의 2026년 예상 평균 OPM은 18.7%인 반면, 동사는 5.7%에 그칠 전망이다. 화장품 사업 역시 실적 회복과 북미 중심의 성장이 예상되나 2026E 예상 OPM은 4.0%로 HDB와 음료 부문에도 미치지 못한다. 화장품 사업의 수익성이 전사 이익 성장을 견인할 수준으로 회복되기 전까지 비교기업과의 밸류에이션 격차 축소는 제한적일 전망이다.

2026년 상반기 북미 매출 비중은 12%로 중국의 11%를 넘어섰다. 다만 전사 매출 비중은 아직 작고, 성장을 주도하는 자체 브랜드도 닥터그루트에 집중돼있다. **글로벌 브랜드 육성 역량에 대한 프리미엄 부여를 위해서는 자체 브랜드의 해외 성공 사례 확대가 필요하다.** 유시몰은 사업권을 인수한 브랜드인 만큼 닥터그루트와 동일한 성공 사례로 보기 어렵다. 향후 추가 자체 브랜드에서도 유의미한 해외 성과가 누적될 경우 할인 폭 축소가 가능할 전망이다. 이에 현 시점에서는 30% 할인율을 적용하여 HOLD를 제시한다.

표 4. LG생활건강 목표주가 산정 테이블

내용	금액	비고
12MF 지배주주순이익 (십억원)	287	
Target PER (배)	16.6	로레알, 에스티로더, P&G, Unilever 12MF PER 평균 30% 할인
기업가치 (십억원)	4,770	
유통주식수	14,659,784	
적정주가 (원)	325,382	
목표주가 (원)	330,000	
현재주가 (원)	295,000	
Upside Potential	11.9%	

자료: LG생활건강, 상상인증권

주: The Avon Company 매각 관련 처분손실은 현재 규모가 확정되지 않아 12MF 지배주주순이익 추정치에서 제외

대차대조표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	2,856.0	2,635.4	3,023.7	3,384.8	3,734.5
현금 및 현금성자산	1,253.5	1,086.3	1,320.4	1,633.4	1,905.9
매출채권	608.9	530.5	630.8	641.2	683.9
재고자산	922.4	832.4	954.8	987.7	1,017.1
비유동자산	4,549.7	4,234.0	4,145.0	4,040.5	3,947.9
관계기업투자등	88.6	71.8	73.2	76.2	79.3
유형자산	2,226.4	2,063.3	1,972.9	1,871.9	1,781.9
무형자산	1,964.3	1,798.9	1,817.8	1,799.9	1,782.3
자산총계	7,405.8	6,869.4	7,168.7	7,425.4	7,682.4
유동부채	1,295.9	945.0	1,018.3	1,034.5	1,047.6
매입채무	726.9	705.7	775.1	787.8	797.3
단기금융부채	456.6	152.7	157.1	157.1	157.1
비유동부채	424.0	354.1	357.4	367.2	377.5
장기금융부채	177.7	119.6	103.7	103.7	103.7
부채총계	1,719.9	1,299.1	1,375.7	1,401.8	1,425.2
지배주주지분	5,566.3	5,449.5	5,673.7	5,904.3	6,137.9
자본금	88.6	88.6	88.5	88.5	88.5
자본잉여금	97.3	97.3	97.3	97.3	97.3
이익잉여금	5,695.6	5,540.3	5,741.9	5,972.5	6,206.1
비지배주주지분	119.7	120.8	119.3	119.3	119.3
자본총계	5,685.9	5,570.3	5,793.0	6,023.6	6,257.2

손익계산서

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	6,811.9	6,355.5	6,496.7	6,657.2	6,805.9
매출원가	3,251.1	3,210.9	3,110.4	3,112.7	3,182.4
매출총이익	3,560.8	3,144.6	3,386.3	3,544.5	3,623.5
판매비와 관리비	3,101.8	2,973.9	3,015.0	3,104.6	3,164.7
영업이익	459.0	170.7	371.3	439.9	458.7
EBITDA	714.7	410.7	599.7	662.4	671.8
금융손익	4.9	12.2	23.7	24.3	31.4
관계기업등 투자손익	5.8	4.0	0.6	-0.9	-0.9
기타영업외손익	-153.1	-250.2	-60.9	-39.9	-40.1
세전계속사업이익	316.6	-63.3	334.8	423.4	449.1
계속사업법인세비용	112.7	22.5	77.1	101.6	107.8
당기순이익	203.9	-85.8	257.6	321.8	341.3
지배주주순이익	189.1	-100.1	244.8	306.2	324.8
매출총이익률 (%)	52.3	49.5	52.1	53.2	53.2
영업이익률 (%)	6.7	2.7	5.7	6.6	6.7
EBITDA 마진률 (%)	10.5	6.5	9.2	10.0	9.9
세전이익률 (%)	4.6	-1.0	5.2	6.4	6.6
지배주주순이익률 (%)	2.8	-1.6	3.8	4.6	4.8
ROA (%)	2.6	-1.4	3.5	4.2	4.3
ROE (%)	3.4	-1.8	4.4	5.3	5.4
ROIC (%)	5.9	2.6	6.2	7.3	7.7

현금흐름표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	527.6	446.4	314.2	509.0	486.4
당기순이익(손실)	203.9	-85.8	257.6	321.8	341.3
현금수익비용가감	512.5	508.4	227.7	217.8	207.8
유형자산감가상각비	221.3	201.4	188.2	183.6	174.5
무형자산상각비	34.3	38.6	40.2	39.0	38.6
기타현금수익비용	256.9	268.4	-14.8	-4.8	-5.3
운전자본 증감	-114.0	122.6	-173.5	-30.6	-62.7
매출채권의 감소(증가)	-32.5	87.0	-98.4	-10.3	-42.8
재고자산의 감소(증가)	-3.3	86.4	-98.6	-32.9	-29.4
매입채무의 증가(감소)	-33.0	-24.8	-12.1	12.7	9.5
기타영업현금흐름	-45.2	-26.0	35.5	0.0	0.0
투자활동 현금흐름	-152.2	-171.1	-33.6	-120.3	-122.8
유형자산 처분(취득)	-129.6	-74.0	-78.5	-82.6	-84.5
무형자산 감소(증가)	-16.1	-15.5	-18.6	-21.1	-21.1
투자자산 감소(증가)	-6.9	-89.2	66.9	-5.2	-5.4
기타투자활동	0.5	7.6	-3.3	-11.4	-11.9
재무활동 현금흐름	-53.4	-443.0	-69.7	-75.6	-91.2
차입금의 증가(감소)	6.6	-253.0	-16.1	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-59.8	-97.5	-33.6	-75.6	-91.2
배당금 지급	59.8	97.5	33.6	75.6	91.2
기타재무활동	-0.3	-92.5	-20.0	0.0	0.0
현금의 증감	343.1	-167.1	234.0	313.1	272.5
기초현금	910.3	1,253.5	1,086.3	1,320.4	1,633.4
기말현금	1,253.5	1,086.3	1,320.4	1,633.4	1,905.9

주요투자지표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
투자지표 (배)					
P/E	26.2	n/a	18.0	14.4	13.6
P/B	1.0	0.8	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	6.2	8.0	5.9	4.9	4.4
P/S	0.8	0.7	0.8	0.8	0.7
배당수익률 (%)	1.1	0.8	1.6	1.9	2.0
성장성 (%)					
매출액 증가율	0.1	-6.7	2.2	2.5	2.2
영업이익 증가율	-5.7	-62.8	117.6	18.5	4.3
세전이익 증가율	14.6	적전	흑전	26.5	6.1
지배주주순이익 증가율	32.5	적전	흑전	25.1	6.1
EPS 증가율	34.3	적전	흑전	25.3	6.0
안정성 (%)					
부채비율	30.2	23.3	23.7	23.3	22.8
유동비율	220.4	278.9	296.9	327.2	356.5
순차입금/자기자본	-11.2	-16.5	-18.8	-23.3	-26.9
영업이익/금융비용	26.6	8.1	40.5	42.2	40.0
총차입금 (십억원)	634.4	272.3	260.8	260.8	260.8
순차입금 (십억원)	-636.8	-917.9	-1,091.9	-1,406.3	-1,680.1
주당지표 (원)					
EPS	11,633	-6,822	16,391	20,535	21,766
BPS	314,161	313,149	332,345	345,851	359,535
SPS	384,465	365,213	380,551	389,953	398,663
DPS	3,500	2,000	4,600	5,550	6,000

LG 생활건강 목표주가 추이 및 투자의견 변동내역



Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:송지연)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 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 당사에 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

구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고	구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고
산업 (Industry)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	80.0%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 절대수익률	BUY	92.1%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	20.0%	시가총액 수준 유지			HOLD	7.9%	절대수익률 +15% ~ -15%
		Underweight (비중축소)	0.0%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
		합계 100%					합계 100%		

코스맥스 192820

Analyst 송지연 | 화장품

02-3779-3474, jy.song@sangsangjinib.com

역대급, 또 역대급

BUY 신규

목표주가 신규	350,000원
종가(26.09.10)	265,000원
상승여력	32.1%

Stock Data

KOSPI(09/10)	7,033.9pt
시가총액	30,076억원
액면가	500원
52 주 최고가	303,000원
52 주 최저가	144,900원
외국인지분율	35.9%
90 일 일평균거래대금	267억원
주요주주지분율	
코스맥스비티아이 (외 11 인)	27.5%
유동주식비율	72.2%

Stock Price



2Q26 Review: 별도법인의 회복과 미국법인 첫 영업이익 흑자

코스맥스 2분기 연결 매출액은 7,949억원 (+27.5% YoY), 영업이익 737억원(+21.2% YoY)을 기록했다. 별도법인 매출액은 5,184억원(+23.3% YoY), 영업이익 564억원(+13.0% YoY)으로 전사 실적을 견인했으며, 기초 성장과 젤마스크 수율 개선, 아이패치 대규모 수주가 주요했다. 미국법인은 전 카테고리·동서부 고른 성장과 견조한 리오테에 힘입어 매출 +79.4%, 첫 영업이익 흑자를 기록했다. 중국은 소비경기 둔화 속에서도 현지 색조 트렌드 대응력을 바탕으로 선방하며 +32.9%, 인도네시아와 태국은 채널·고객 기반 확대에 힘입어 각각 +38.5%, +7.9% 성장을 이어갔다.

별도법인 5천억원 시대 진입, 해외는 턴어라운드

2026년 연결 매출액 2조 9,931억원(+24.8% YoY), 영업이익 2,598억원(+32.6% YoY)이 예상된다. 하반기에는 기초 수주 확대 효과가 본격적으로 반영되며 국내 법인의 이익률 개선 폭이 확대될 전망이다. 미국법인은 신규 고객의 리오테 전환이 이어지고 있어 이익 개선이 일회성이 아닌 구조적 흐름으로 자리잡을 전망이며, 8월 가동 예정인 태국 신공장과 이탈리아 케미노바 투자로 해외 생산 거점도 확장된다.

투자의견 BUY, 목표주가 350,000원으로 커버리지 개시

코스맥스에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 350,000원으로 커버리지를 개시하며 업종 내 최선호주로 제시한다. Target PER은 화장품 ODM 1위 업체임을 고려해 동사의 장기 평균 12MF PER인 20.0배를 적용했다. 그간 주가 부진의 사유였던 국내 법인의 수익성 훼손 우려도 2분기 들어 완화되었고 하반기는 전년 기저도 낮다. 국내 수익성 회복과 해외법인의 이익 기여 확대가 동시에 나타나며 높은 이익 성장세가 이어질 전망이다.



QR코드로 간편하게

상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	2,166	175	86	7,560	19.7	9.8	3.6	20.5	1.5
2025	2,399	196	123	10,843	15.0	10.0	3.3	23.9	2.0
2026E	2,993	260	173	15,256	17.4	11.4	4.3	27.7	1.6
2027E	3,525	324	212	18,715	14.2	9.4	3.5	27.4	1.9
2028E	3,948	384	255	22,485	11.8	8.1	2.8	26.7	2.3

자료 : K-IFRS연결기준, 상상인증권

투자포인트

수익성 우려 요인은 개선 중 우려를 불식시키는 기초 성장

기초 카테고리 강세와 맞물리는 성장

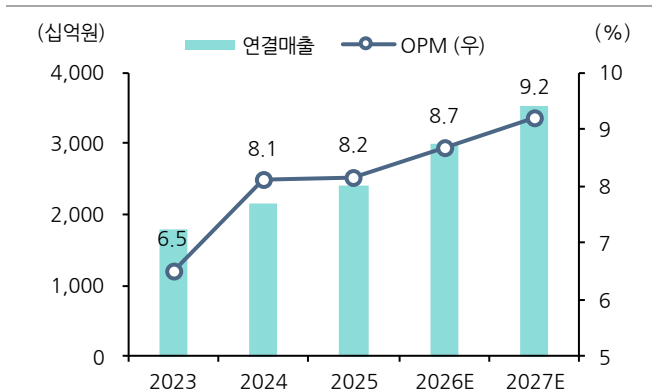
코스맥스는 K-뷰티 수출 확대와 함께 외형 성장을 이어가고 있다. 2분기 연결 매출액은 7,949억원(+27.5% YoY)을 기록했으며, 한국법인 매출액도 5,184억원(+23.3% YoY)으로 높은 성장세를 시현했다. 최근 외형 성장과 함께 수익성도 회복되며 연결 OPM은 9.3%를 기록했다.

최근 화장품 수출은 기초 카테고리가 주도하고 있다. 2026년 상반기 한국 화장품 수출은 70억달러(+27.3% YoY)로 역대 최대치를 기록했다. 이 가운데 기초화장품 수출은 54.8억달러(+25.0% YoY)로 고성장을 이어간 반면, 색조 수출은 4.2% 감소했다. 코스맥스 역시 메디큐브·아누아·아비브 등 주요 고객사의 판매 호조에 따라 기초 매출이 증가했으며, 2분기 한국법인 기초 매출 비중은 67%까지 상승했다.

기초 중심의 믹스 변화는 수익성에도 긍정적으로 작용하고 있다. 2025년 4분기와 2026년 1분기에는 대량생산을 통해 높은 마진을 기록하던 일부 색조 히어로 SKU의 수주 감소와 젤마스크의 낮은 생산성이 수익성에 부담으로 작용했다. 그러나 2분기에는 색조 물량의 뚜렷한 회복 없이도 한국법인 OPM이 10.9%까지 상승했다. 통상 기초제품의 OPM이 한 자릿수 후반~10% 초반으로 색조의 한 자릿수 중반을 상회하는 가운데, 기초 물량 증가와 젤마스크 수출 개선이 수익성 회복을 견인한 것으로 판단한다.

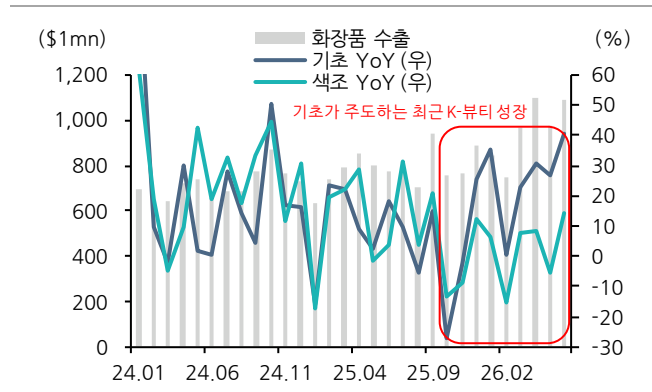
고객 기반도 다변화되고 있는데, 기존 K-뷰티 인디브랜드의 수주 증가에 더해 2026년 5월 출시한 글로벌 터마 브랜드향 크림의 리오더가 이어지고 있으며, 서유럽 현지 브랜드와의 협업도 증가하고 있다. 이에 따라 국내 생산능력 역시 추가 확대하고 있다. 2025년 약 10.2억개까지 늘어난 국내 CAPA는 2026년 말까지 기존 대비 약 10% 추가 증설된 예정이며, 2027년 초부터 본격 가동될 전망이다. 기초 중심의 K-뷰티 수출 성장과 해외 고객사향 직수출 증가가 동시에 나타나고 있어 한국법인의 실적 성장 지속성이 높다고 판단한다. 다만 직수출 확대에 따른 수출대행 지급수수료 증가를 감안해 판관비 레버리지는 보수적으로 반영했다.

그림 1. 코스맥스 연결 매출액 및 OPM 추이



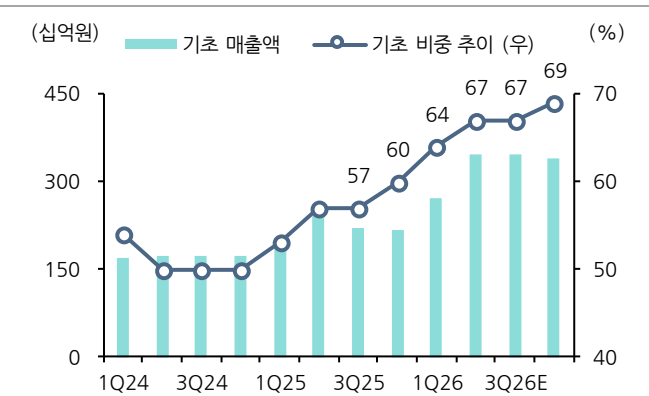
자료: Trass, 상상인증권

그림 2. 한국 기초 및 색조화장품 수출 성장률



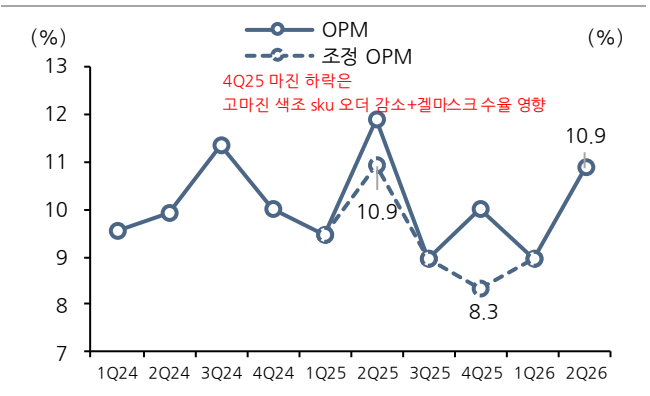
자료: 관세청, 상상인증권

그림 3. 코스맥스 별도법인 기초 매출액 및 비중 추이



자료: 코스맥스, 상상인증권

그림 4. 별도법인 4Q25 OPM 하락 이후 2Q26에 회복



자료:코스맥스, 상상인증권

주: 조정 OPM은 대손상각비 환입을 제외한 OPM

표 1. 코스맥스 생산 히어로 SKU

브랜드	주요 제품 / 히어로 SKU	카테고리	제조사
메디큐브	Collagen Night Wrapping Mask	랩핑마스크	코스맥스
	Zero Pore Pad	토너패드	코스맥스
	Deep Vita C Pad	토너패드	코스맥스
아누아	Niacinamide 10% + TXA 4% Serum	세럼	코스맥스
	Heartleaf Pore Control Cleansing Oil	클렌징	코스맥스
	Heartleaf 77% Soothing Toner	토너	코스맥스
아비브	Heartleaf Spot Pad Calming Touch	토너패드	코스맥스
	Gummy Sheet Mask Heartleaf Sticker	마스크팩	코스맥스
넘버즈인	No.5 Vitamin Concentrated Serum	세럼	코스맥스
토리든	Dive-In Low Molecular Hyaluronic Acid Serum	세럼	코스맥스

자료: 언론보도, 상상인증권

해외법인 턴어라운드

미국법인 첫 영업흑자

미국법인은 2026년 2분기 매출액 538억원(+79.3% YoY)을 기록하며 영업이익 흑자전환에 성공했다. 기초와 색조 전 카테고리에서 수주가 확대되는 가운데 신규 제품 출시 이후 기존 제품의 리오더도 강하게 이어지고 있다. 2분기 상위 10개 고객사의 매출 비중은 60%를 소폭 하회해 특정 고객사에 대한 의존도 역시 높지 않다.

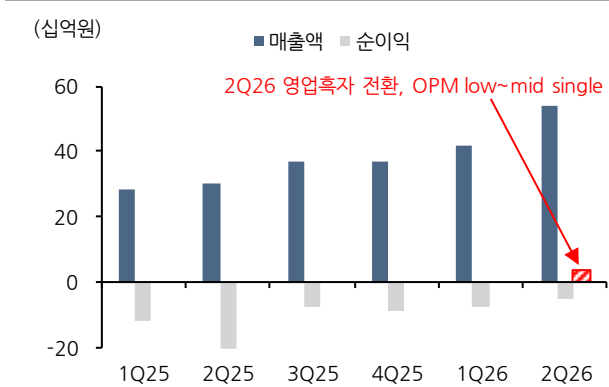
미국법인의 실적 개선은 생산 및 영업 구조 재편 성과가 본격화되는 과정으로 판단한다.

동사는 오하이오 공장 폐쇄 후 2023년 4월 기존 생산 물량을 뉴저지 공장으로 이전했다. 이후 2024년 3분기에는 인디브랜드가 밀집한 서부지역 공략을 위해 캘리포니아 사무소를 공식 개소했으며, 당시 10개 이상의 현지 고객사와 신규 프로젝트를 진행했다.

미국은 고객 확보 이후 실제 생산까지 약 10~12개월의 리드타임이 소요된다. 안정성 검사와 용기·내용물 간 적합성 테스트 등에 수개월이 필요하고 미국 현지에서도 추가 검증 절차를 거쳐야 하기 때문이다. 이에 2024년 3분기 이후 확보한 신규 프로젝트가 2025년 하반기부터 실적에 유의미한 영향을 끼치기 시작했고, 최근에는 출시 제품의 리오더와 SKU 확대까지 이어지고 있다. 젤마스크·토너패드·아이패치·선스틱·멀티유즈 스틱 등 K-뷰티가 강점을 보이는 제형과 카테고리에 대한 수요도 높아지고 있으며, OTC 제품 연구개발 역시 확대되고 있다.

미국법인의 분기 BEP 매출액은 약 400억원 수준으로, 하반기에도 영업흑자 기조가 이어질 것으로 전망한다. 생산거점 일원화를 통한 비용 구조 개선에 신규 고객의 양산 전환과 기존 고객의 리오더가 동시에 더해지고 있다는 점에서 2분기 흑자전환의 지속 가능성을 높게 판단한다. 다만 2분기에도 본사 대여금 관련 이자비용 약 65억원이 발생해 영업흑자 전환에도 순손실이 이어진 만큼 순손익 정상화에는 시간이 필요하다. 또한 미국 화장품 시장의 ODM 분업 구조가 한국 대비 아직 초기 단계이고 신규 프로젝트의 양산 전환에도 상당한 시간이 필요한 점을 감안해 향후 실적은 보수적으로 추정했다.

그림 5. 미국법인 실적 추이



자료: 코스맥스, 상상인증권

표 2. 미국법인 생산·영업 구조 재편 과정

시점	주요 내용
2023.04	오하이오 공장 폐쇄 후 기존 고객사 생산물량 뉴저지 공장으로 이전
3Q24	캘리포니아 사무소 공식 개소 현지 고객사 10 개 이상과 신규 프로젝트 진행
2H25~	신규 프로젝트 순차 양산 전환
2Q26	매출액 538 억원(+79.3% YoY), 첫 영업흑자 전환

자료: 코스맥스, 언론보도, 상상인증권

비우호적인 영업환경에도 불구하고 양호한 해외 법인

중국과 동남아 역시 비우호적인 영업환경 속에서도 외형 성장을 이어가고 있다는 점은 긍정적이다. 중국은 소비경기 둔화에도 불구하고 현지 MZ세대의 빠른 색조 트렌드 변화에 대응하며 선방했다. 인도네시아와 태국 역시 채널 및 고객 기반 확대를 통해 매출 성장을 지속하고 있다.

다만 중국은 제품 사이클이 짧고 트렌드 변화가 빠르다는 점, 인도네시아는 GT 채널 확대에 따른 ASP·마진 부담, 태국은 2026년 9월 신공장 가동 이후 초기 가동률 상승에 시간이 필요하다는 점을 감안해 보수적으로 적용했다. 그럼에도 각 지역에서 영업 성과가 가시화되고 있다는 점에서 해외법인의 사업 기반은 이전보다 견조해졌으며, 미국 흑자전환과 함께 연결 이익에 대한 부담도 점차 완화될 것으로 판단한다.

유럽에서도 현지 생산 기반을 확보했다. 동사는 2026년 2월 이탈리아 ODM 업체 케미노바 지분 51%를 인수했다. 케미노바는 연간 약 2,000만개의 생산능력을 보유한 더마·헤어케어 특화 업체로, 국내 주요 ODM사 중 유럽 현지 생산거점을 확보한 사례라는 점에서 의미가 있다. 단기 실적 기여도는 제한적이나, 향후 유럽 고객사 대상 납기 단축과 현지 규제 대응, 신규 수주 확대를 위한 교두보로 활용될 수 있을 것으로 판단한다.

표 3. 코스맥스 태국 신공장 개요

구분	내용
위치	태국 방플리(Bang Phli)
가동 예정	2026년 9월
연간 생산능력	2.3억개 (기존 1.0억개)
연면적	35,940㎡
투자금액	15억 바트(약 560억원)

자료: 코스맥스, 상상인증권

표 4. 이탈리아 케미노바 투자 개요

구분	내용
회사명	Keminova Italiana S.B. S.r.l.
설립연도	1985년
위치	이탈리아 브레시아(Brescia)
주요 사업	화장품 ODM, 스킨케어·메디컬 디바이스 중심
주요 서비스	더마 코스메틱·헤어케어·의료기기
연간 생산능력	약 2,000만개
매출액	2025년 약 €10.5mn(약 180억원)
코스맥스 지분율	51%
취득금액	약 171억원
인수 시점	2026년 2월
전략적 의미	국내 대형 ODM사 최초 유럽 현지 생산거점 확보

자료: 코스맥스, 상상인증권

주: 취득금액은 1H26 반기보고서상 관계기업 투자자산 취득액 약 171억원 기준

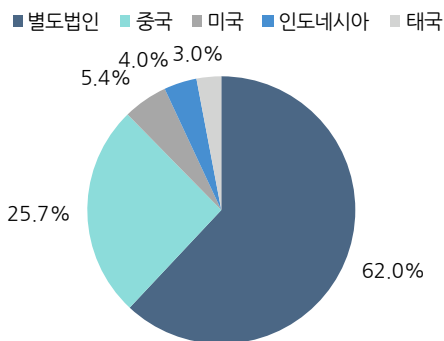
기업개요

글로벌 화장품 ODM 1등

동사는 글로벌 화장품 ODM 1위 업체로, 고객사의 제품 기획 단계부터 처방 개발·생산까지 담당한다. 기초와 색조 화장품을 모두 생산하며 메디큐브, 아누아, 립앤, CJ올리브영 등을 주요 고객사로 두고 있다. 국내외 인디브랜드뿐 아니라 글로벌 MNC까지 고객 기반을 확대하고 있으며, 한국을 중심으로 중국·미국·인도네시아·태국에 생산 거점을 운영하고 있다.

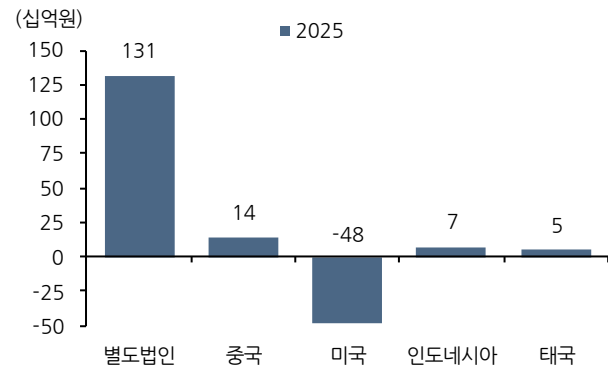
2025년 연결 매출 기준 한국 별도법인이 62%로 가장 높은 비중을 차지하며, 중국 26%, 미국 5%, 인도네시아 4%, 태국 3% 순이다. 이익 역시 한국법인의 기여도가 가장 높다. 중국은 상해·광저우를 중심으로 현지 브랜드를 생산하고 있으며, 미국은 뉴저지 생산거점과 서부 영업망을 기반으로 현지 인디브랜드 고객사를 확대하고 있다. 동남아에서는 인도네시아와 태국을 생산거점으로 활용하고 있으며, 태국은 2026년 신공장 가동을 통해 생산능력을 확대할 예정이다.

그림 6. 2025년 기준 코스맥스 법인별 매출 비중



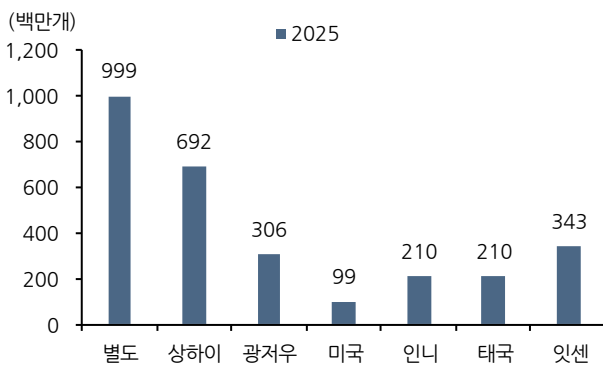
자료: 코스맥스, 상상인증권
주: 연결조정 전 법인별 매출 비중

그림 7. 2025년 기준 코스맥스 법인별 순이익



자료: 코스맥스, 상상인증권

그림 8. CAPA 현황



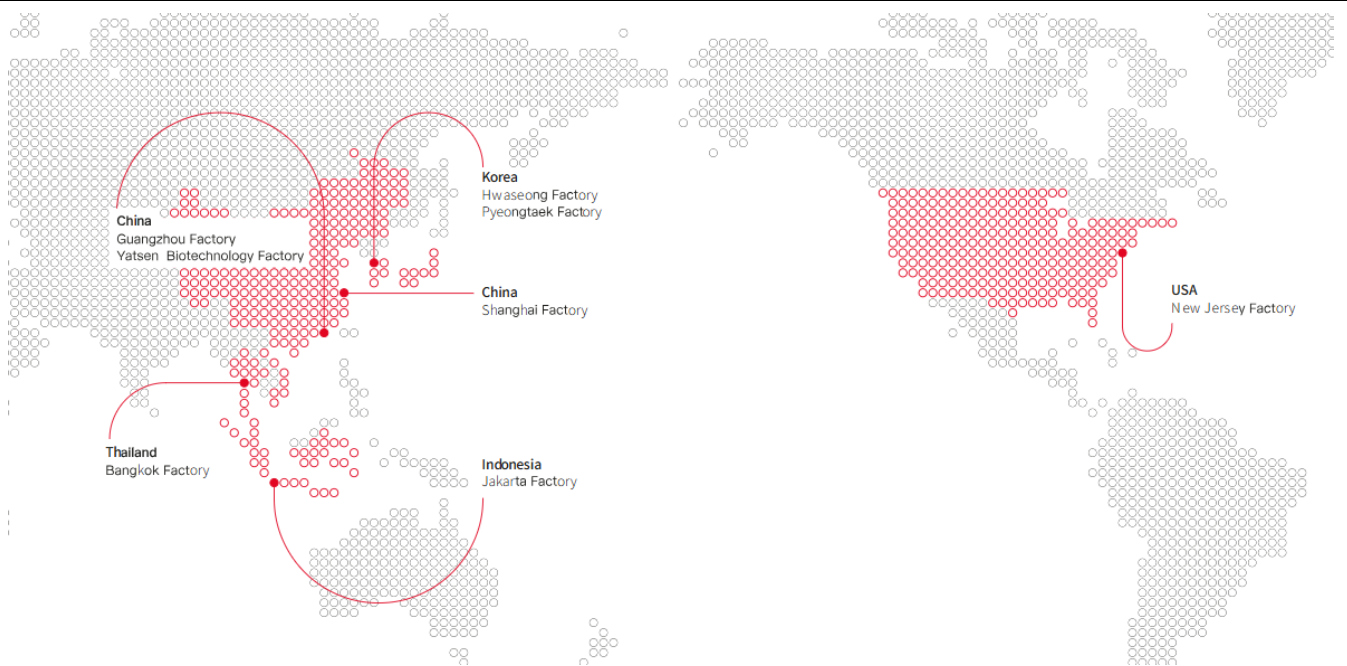
자료: 코스맥스, 상상인증권
주: 연간 생산능력 기준

표 5. 코스맥스 주요 생산거점 증설 계획

지역	현재 CAPA	증설 후 CAPA	가동 시점
한국	약 10.2 억개	약 11.2 억개	2027 년 초
태국	1.0 억개	2.3 억개	2026 년 9 월
인도네시아	2.3 억개	6.0 억개	2027 년 하반기

자료: 코스맥스, 상상인증권

그림 9. 코스맥스 글로벌 생산 거점



자료: 코스맥스, 상상인증권

표 6. 코스맥스 연혁

연월	주요 연혁
1992.11	코스맥스의 모태인 한국미로토 설립
1996.07	항남제약공단 내 생산공장 착공
2002.02	코스닥 상장
2004.10	중국 상하이 현지법인 코스맥스차이나 설립
2006.11	유가증권시장 이전 상장
2010.05	중국 광저우 현지법인 코스맥스광저우 설립
2011.11	인도네시아 현지 생산법인 설립
2013.03	미국 현지 생산법인 코스맥스 USA 설립
2014.03	인적분할로 화장품 ODM 사업회사 코스맥스 신설
2014.12	코스맥스아이큐어 계열회사 편입
2017.12	미국 현지 화장품 ODM 업체 Nu-World 인수
2017~19	평택 물류센터 완공 및 생산공장 가동
2020.05	중국 Yatsen 과 화장품 생산 JV 설립
2021.12	일본 현지 영업법인 코스맥스재팬 설립
2023.08	중국 Yatsen JV 생산공장 준공 및 가동
2024.01	평택 2 공장 준공 및 가동
2024.08	미국 서부 현지법인 Cosmax California 설립
2025.03	태국 신공장 착공
2025.07	인도네시아 신공장 착공
2026.06	평택 1 공장 증설 착수

자료: 코스맥스, 상상인증권

실적전망 및 밸류에이션

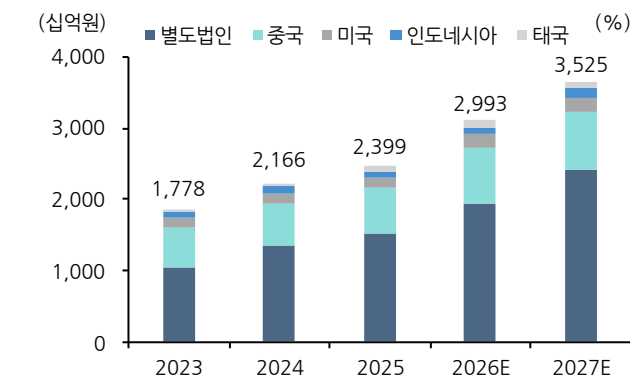
실적전망

2026년 연결 매출액은 2조 9,931억원(+24.8% YoY), 영업이익은 2,598억원(+32.6% YoY)으로 전망한다. 별도법인 매출액은 1조 9,512억원(+27.8% YoY), 영업이익은 1,966억원(+27.2% YoY)으로 예상한다. 국내는 기초 카테고리 중심의 수주 확대가 성장을 견인할 전망이며, 2026년 기초 매출액은 1조 3,045억원(+50.6% YoY)으로 추정한다. 상반기 수익성을 압박했던 고마진 색조 히어로 SKU 판매 감소 영향은 기초 물량 증가와 겔마스크 생산성 개선으로 점차 상쇄될 전망이다.

해외법인은 중국 7,577억원(+19.8% YoY), 미국 1,959억원(+47.8% YoY), 인도네시아 1,088억원(+11.3% YoY), 태국 892억원(+21.8% YoY)의 매출액을 전망한다. 중국은 상해광저우의 외형 성장을 반영하되 색조 중심의 빠른 트렌드 변화를 감안해 중장기 성장률은 보수적으로 적용했다. 미국은 기존 고객사의 리오더와 신규 수주 확대를 반영했으나, 신규 ODM 프로젝트의 긴 리드타임을 고려해 향후 성장률은 낮춰 추정했다. 태국 역시 하반기 기저효과와 신공장 가동 효과를 일부 반영하되 초기 가동률 상승 속도는 보수적으로 가정했다.

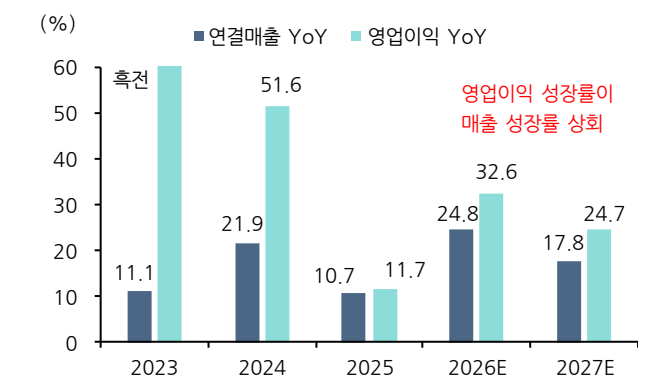
2027년 연결 매출액은 3조 5,248억원(+17.8% YoY), 영업이익은 3,238억원(+24.7% YoY)으로 추정한다. 국내 기초 카테고리의 고성장과 미국을 중심으로 한 해외법인 수익성 정상화가 이어지며 영업이익 증가율이 매출 성장률을 상회할 전망이다.

그림 10. 법인별 매출액 전망



자료: 코스맥스, 상상인증권

그림 11. 매출액 및 영업이익 성장률 전망



자료: 코스맥스, 상상인증권

표 7. 실적 테이블

		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액 (십억원)	TOTAL	589	624	586	601	682	795	756	760	2,399	2,993	3,525
	국내	363	421	384	360	423	518	515	494	1,527	1,951	2,407
	중국	163	149	140	181	195	197	169	197	633	758	812
	상하이	109	109	91	117	135	145	111	140	425	530	563
	광저우	49	41	46	53	56	49	54	53	188	212	232
	미국	29	30	37	37	42	54	52	48	133	196	209
	인도네시아	30	21	22	26	23	29	28	29	98	109	123
	태국	24	23	15	11	24	25	20	20	73	89	100
	기타 및 연결조정	-19	-20	-11	-14	-25	-29	-28	-28	-64	-110	-126
yoy %	TOTAL	11.7	13.1	10.5	7.7	15.9	27.5	29.1	26.5	10.7	24.8	17.8
	국내	15.0	20.8	10.3	3.9	16.6	23.3	34.4	37.4	12.4	27.8	23.4
	중국	3.4	0.7	22.3	17.0	19.7	32.8	20.5	8.6	10.1	19.8	7.1
	상하이	1.3	11.4	26.3	22.6	23.9	33.1	22.0	19.6	14.2	24.7	6.2
	광저우	3.6	(17.0)	14.6	9.0	15.1	19.0	19.4	0.4	1.9	12.8	9.3
	미국	(26.0)	(16.7)	13.5	24.2	46.3	79.3	41.3	29.8	(3.3)	47.8	6.5
	인도네시아	22.8	(17.7)	(33.5)	(18.2)	(23.3)	38.3	30.1	13.7	(13.7)	11.3	13.4
	태국	151.6	124.3	36.4	(11.9)	1.7	7.8	32.0	80.0	68.3	21.8	12.2
Sales portion %	국내	61.6	67.4	65.5	59.8	62.1	65.2	68.2	65.0	63.6	65.2	68.3
	중국	27.6	23.8	23.9	30.2	28.5	24.8	22.3	25.9	26.4	25.3	23.0
	상하이	18.5	17.4	15.5	19.4	19.8	18.2	14.7	18.4	17.7	17.7	16.0
	광저우	8.2	6.6	7.8	8.8	8.2	6.2	7.2	7.0	7.8	7.1	6.6
	미국	4.9	4.8	6.3	6.2	6.2	6.8	6.9	6.3	5.5	6.5	5.9
	인도네시아	5.0	3.4	3.7	4.3	3.3	3.6	3.7	3.8	4.1	3.6	3.5
	태국	4.1	3.7	2.6	1.8	3.6	3.1	2.7	2.6	3.1	3.0	2.8
영업이익 (십억원)	TOTAL	51	61	43	41	53	74	67	66	196	260	324
	국내	34	50	34	36	38	56	51	51	155	197	245
yoy %	TOTAL	13.0	30.2	(1.6)	2.7	3.3	21.2	57.4	60.8	11.7	32.6	24.7
	국내	14.0	44.6	(13.1)	4.0	10.8	13.0	49.4	41.5	11.4	27.2	24.7
OPM (%)	TOTAL	8.7	9.8	7.3	6.8	7.8	9.3	8.9	8.7	8.2	8.7	9.2
	국내	9.5	11.9	8.9	10.0	9.0	10.9	9.9	10.3	10.1	10.1	10.2
yoy %p	TOTAL	0.1	1.3	(0.9)	(0.3)	(0.9)	(0.5)	1.6	1.8	0.1	0.5	0.5
	국내	(0.1)	2.0	(2.4)	0.0	(0.5)	(1.0)	1.0	0.3	(0.1)	(0.0)	0.1

자료: 상상인증권

밸류에이션

투자의견 BUY, 목표주가
350,000원

코스맥스에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 350,000원으로 커버리지를 개시한다. Target PER은 동사의 장기 평균 12MF PER인 20.0배를 적용했다.

동사의 수익성은 과거 대비 한단계 높아진 수준으로 판단한다. OPM은 2024년 8.1%, 2025년 8.2%에서 2026년 추정 8.7%, 2027년 9.2%, 2028년 9.7%로 상승할 전망이다. 매출액 성장률 역시 2026년 +24.8%, 2027년 +17.8%, 영업이익은 각각 +32.7%, +24.6% 증가할 것으로 예상된다. 단순 외형 성장뿐 아니라 이익률 개선이 동반되는 구간인 만큼 평균 수준의 멀티플 적용이 가능하다고 판단한다. 산업 측면에서도 수요 기반이 확대되고 있다. 기존 K 인디브랜드의 대형화에 더해 K-뷰티를 표방하는 해외 브랜드와 글로벌 MNC의 국내 ODM 발주가 증가하고 있다. 글로벌 화장품 ODM 1위 업체로서 이러한 변화의 최대 수혜가 예상된다.

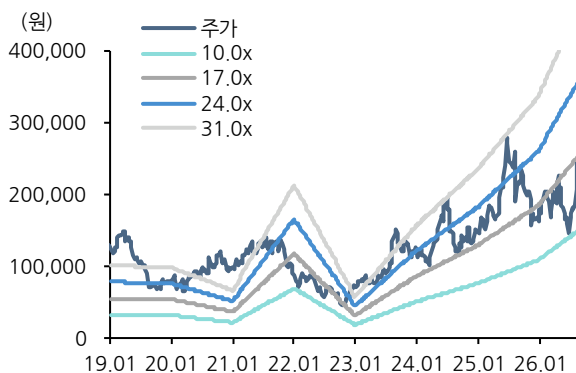
DCF를 통한 적정주가는 350,000원으로 산출했다. DCF 기준 적정가치 역시 상대가치 방식의 목표주가와 유사한 수준으로, 목표주가 350,000원의 적정성을 보완한다.

표 8. 코스맥스 밸류에이션 Table

내용	금액	비고
12MF 지배주주순이익 (십억원)	200	
Target PER (배)	20.0	동사 장기 평균 12MF PER 적용
기업가치 (십억원)	4,004	
유통주식수	11,345,662	보통주 기준
적정주가 (원)	352,878	
목표주가 (원)	350,000	
현재가 (원)	265,000	
Upside Potential	32.1%	

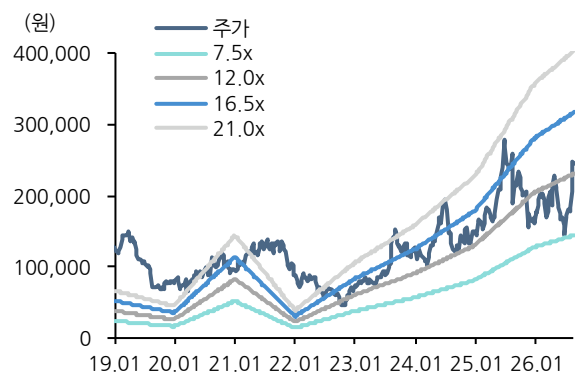
자료: Bloomberg, 상상인증권

그림 12. 코스맥스 12M Trailing PER



자료: Quantwise, 상상인증권

그림 13. 코스맥스 12M Forward PER



자료: Quantwise, 상상인증권

표 9. DCF Valuation

(십억원)	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
* FCFF 추정										
FCFF	14	1	48	86	125	172	225	282	346	416
세후영업이익 (NOPLAT)	202	250	296	333	369	413	459	509	565	625
유무형자산상각비	90	109	124	136	150	164	181	199	219	241
설비투자 (CAPEX)	240	275	308	314	320	327	331	336	341	347
운전자본 증감/기타	38	84	64	69	73	79	84	90	96	103
Adjusted FCFF(12M FWD)	7	25	68	106	149	199	254	315	382	460
* 현금흐름의 현재가치										
가중평균자본비용 (WACC, %)	7.85									
영구성장률 (%)	2.17									
Terminal Value										8,270
현재가치 계수	0.93	0.86	0.80	0.74	0.69	0.64	0.59	0.55	0.51	0.47
현재가치 (PV)	6.5	21.6	54.0	78.5	102.3	126.6	149.7	172.1	193.8	215.9
* Valuation										
잉여현금흐름 현재가치	1,120.9									
Terminal Value 현재가치	3,884.7									
현재가치의 합계	5,005.6									
순차입금 (-)	975.6	2026E 순차입금								
목표시가총액 (십억원)	4,030.0									
비지배주주지분 (-)	5.8									
비연결 관계기업투자 (+)	0.0									
보통주 시가총액	4,024.3									
주식수	11,345,662									
적정주가 (원)	354,695									
목표주가 (원)	350,000									
현재주가 (원)	265,000									
상승여력 (%)	32.1									

자료: 상상인증권

표 10. WACC 산정

항목	(십억원, %)	기타
자기자본비용 (COE)	10.01	CAPM 을 통해 산출
타인자본비용 (COD)	2.50	최근 발행 3년 만기 무보증사모사채에 세후 조정 적용
자기자본	3,007.6	코스맥스 시가총액
타인자본	1,217.5	2026E 총차입금
총자본	4,225.1	
가중평균자본비용 (WACC)	7.85	
자기자본비용 (COE)	10.01	
시장 위험프리미엄	7.57	WMI 500 총수익률 (10.87) - 1년 만기 동안채 총수익률 (3.30)
무위험수익률	3.20	1년 만기 동안채 수익률 90일 평균
베타	0.90	상장 이후 평균 Beta(0.84)에 조정 Beta 적용
영구성장률	2.17	30년 만기 국고채 90일 평균 50% 할인

자료: 코스맥스, 상상인증권

주: 시장 위험프리미엄은 2001~2025년 데이터 기준으로 산정

대차대조표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	942.5	975.0	1,150.6	1,276.2	1,417.8
현금 및 현금성자산	256.4	192.3	234.2	196.2	211.3
매출채권	356.6	435.7	520.3	619.5	695.9
재고자산	257.0	270.8	320.9	382.1	429.1
비유동자산	991.2	1,150.4	1,390.3	1,566.4	1,760.8
관계기업투자등	11.3	14.1	29.3	30.5	31.7
유형자산	778.4	925.5	1,146.3	1,317.6	1,506.8
무형자산	63.0	63.8	65.4	62.9	60.7
자산총계	1,933.7	2,125.4	2,541.0	2,842.5	3,178.6
유동부채	1,114.2	1,201.5	1,374.5	1,494.1	1,616.2
매입채무	284.8	316.6	399.9	476.1	534.8
단기금융부채	738.7	814.1	892.8	932.8	992.8
비유동부채	310.7	311.6	409.0	427.5	443.0
장기금융부채	229.7	230.0	324.7	339.7	351.7
부채총계	1,424.9	1,513.1	1,783.6	1,921.6	2,059.2
지배주주지분	473.4	558.2	693.6	857.1	1,055.5
자본금	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7
자본잉여금	28.5	12.9	12.8	12.8	12.8
이익잉여금	383.6	483.4	618.9	782.5	980.8
비지배주주지분	35.4	54.2	63.8	63.8	63.8
자본총계	508.8	612.3	757.4	921.0	1,119.3

손익계산서

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	2,166.1	2,398.8	2,993.1	3,524.8	3,948.3
매출원가	1,747.9	1,989.7	2,473.0	2,891.7	3,219.7
매출총이익	418.2	409.0	520.1	633.1	728.6
판매비와 관리비	242.8	213.2	260.3	309.3	344.9
영업이익	175.4	195.8	259.8	323.8	383.7
EBITDA	244.2	269.9	350.2	432.5	507.3
금융손익	-22.5	-47.9	-34.7	-40.7	-43.7
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	-0.6	-0.8	-0.8
기타영업외손익	-15.3	8.6	5.8	0.0	0.0
세전계속사업이익	137.6	156.5	230.3	282.3	339.2
계속사업법인세비용	49.2	25.4	51.4	64.3	77.2
당기순이익	88.4	131.1	178.9	218.1	262.0
지배주주순이익	85.8	123.1	173.1	212.3	255.1
매출총이익률 (%)	19.3	17.1	17.4	18.0	18.5
영업이익률 (%)	8.1	8.2	8.7	9.2	9.7
EBITDA 마진률 (%)	11.3	11.3	11.7	12.3	12.8
세전이익률 (%)	6.4	6.5	7.7	8.0	8.6
지배주주순이익률 (%)	4.0	5.1	5.8	6.0	6.5
ROA (%)	4.9	6.1	7.4	7.9	8.5
ROE (%)	20.5	23.9	27.7	27.4	26.7
ROIC (%)	11.5	12.4	12.8	13.7	14.2

현금흐름표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	73.0	86.7	184.0	241.7	318.9
당기순이익(손실)	88.4	131.1	178.9	218.1	262.0
현금수익비용가감	185.6	146.5	110.3	107.2	121.0
유형자산감가상각비	63.5	69.0	85.2	103.5	118.5
무형자산상각비	5.3	5.1	5.2	5.2	5.0
기타현금수익비용	116.8	72.3	-5.7	-1.5	-2.6
운전자본 증감	-127.3	-87.1	-63.5	-83.6	-64.1
매출채권의 감소(증가)	-67.9	-72.6	-60.5	-99.2	-76.3
재고자산의 감소(증가)	-20.4	-12.5	-38.3	-61.2	-47.1
매입채무의 증가(감소)	-38.1	39.9	48.3	76.2	58.7
기타영업현금흐름	-0.8	-41.9	-13.0	0.6	0.6
투자활동 현금흐름	-160.0	-179.4	-226.0	-285.8	-319.1
유형자산 취득(취득)	-161.0	-182.6	-238.4	-274.7	-307.7
무형자산 감소(증가)	-3.6	-5.6	-3.9	-2.7	-2.7
투자자산 감소(증가)	0.4	7.7	16.3	-2.3	-2.3
기타투자활동	4.2	1.1	0.0	-6.1	-6.3
재무활동 현금흐름	67.5	28.3	67.0	6.2	15.3
차입금의 증가(감소)	73.4	53.9	104.4	55.0	72.0
자본의 증가(감소)	-5.7	-26.0	-37.4	-48.8	-56.7
배당금 지급	5.7	26.1	37.4	48.8	56.7
기타재무활동	-0.2	0.5	0.1	0.0	0.0
현금의 증감	-0.7	-64.1	41.9	-37.9	15.0
기초현금	257.1	256.4	192.3	234.2	196.2
기말현금	256.4	192.3	234.2	196.2	211.3

주요투자지표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
투자지표 (배)					
P/E	19.7	15.0	17.4	14.2	11.8
P/B	3.6	3.3	4.3	3.5	2.8
EV/EBITDA	9.8	10.0	11.4	9.4	8.1
P/S	0.8	0.8	1.0	0.9	0.8
배당수익률 (%)	1.5	2.0	1.6	1.9	2.3
성장성 (%)					
매출액 증가율	21.9	10.7	24.8	17.8	12.0
영업이익 증가율	51.6	11.6	32.7	24.6	18.5
세전이익 증가율	63.4	13.7	47.1	22.6	20.1
지배주주순이익 증가율	50.2	43.4	40.6	22.7	20.1
EPS 증가율	50.2	43.4	40.7	22.7	20.1
안정성 (%)					
부채비율	280.0	247.1	235.5	208.6	184.0
유동비율	84.6	81.2	83.7	85.4	87.7
순차입금/자기자본	138.5	138.1	128.8	116.0	100.5
영업이익/금융비용	3.9	4.2	5.0	6.4	7.1
총차입금 (십억원)	968.5	1,044.1	1,217.5	1,272.5	1,344.5
순차입금 (십억원)	704.9	845.6	975.6	1,068.2	1,124.8
주당지표 (원)					
EPS	7,560	10,843	15,256	18,715	22,485
BPS	41,711	49,179	61,112	75,522	93,001
SPS	190,853	211,353	263,723	310,566	347,880
DPS	2,300	3,300	4,300	5,000	6,000

코스맥스 목표주가 추이 및 투자의견 변동내역



Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:송지연)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 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 당사에 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

구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고	구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고
산업 (Industry)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	80.0%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 절대수익률	BUY	92.1%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	20.0%	시가총액 수준 유지			HOLD	7.9%	절대수익률 +15% ~ -15%
		Underweight (비중축소)	0.0%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
		합계 100%					합계 100%		

한국콜마 161890

Analyst 송지연 | 화장품

02-3779-3474, jy.song@sangsanginib.com

늘려도 주문이 찬다

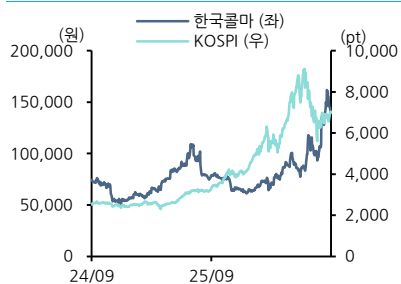
BUY 신규

목표주가 신규	170,000원
종가(26.09.10)	139,400원
상승여력	22.0%

Stock Data

KOSPI(09/10)	7,033.9pt
시가총액	32,905억원
액면가	500원
52 주 최고가	161,700원
52 주 최저가	61,100원
외국인지분율	40.9%
90 일 일평균거래대금	464억원
주요주주지분율	
한국콜마홀딩스 (외 23 인)	26.6%
유동주식비율	73.4%

Stock Price



2Q26 Review: 분기 영업이익 최초 1,000억원 돌파

한국콜마는 2분기 연결 매출액은 8,613억원(+17.8% YoY), 영업이익 1,103억원(+50.2% YoY)을 기록하며 화장품 ODM 업체 중 최초로 분기 영업이익 1,000억원을 돌파했다. 국내 화장품은 선케어와 스킨케어 주요 고객사의 주문 증가로 외형 성장과 물량 레버리지가 동시에 나타났으며, 최대 고객사는 전분기에 이어 80% 이상의 고성장을 기록했다. 특히 별도법인 OPM은 16.4%까지 상승했다. 그동안 부진했던 연우도 매출액 911억원(+28.9% YoY), 영업이익 70억원으로 흑자전환하며 연결 수익성 개선에 기여했다.

실적 모멘텀 지속

2026년 연결 매출액은 3조 1,900억원(+17.2% YoY), 영업이익 3,489억원(+45.6% YoY)을 전망한다. 하반기에도 스킨케어 중심의 주문 증가와 주요 고객사의 해외 성장이 국내 화장품 실적을 견인하며, 연우의 실적 정상화도 연결 이익 개선에 기여할 전망이다. 2027년 별도 매출은 1조 9,400억원(+23.6% YoY)으로 고성장을 이어가고, 2027년 하반기 세종 신공장 가동으로 추가 성장 여력도 확보될 것으로 예상된다.

투자의견 BUY, 목표주가 170,000원으로 커버리지 개시

한국콜마에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 170,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 화장품 사업가치와 HK이노엔 지분가치(자회사 40% 할인율 적용)를 합산한 SOTP 방식으로 산정했다. 최근 주가 상승에도 별도법인의 높은 성장과 중장기 성장 여력에 주목할 필요가 있다고 판단한다. 현재 추정치에는 세종 신공장의 증설 효과를 보수적으로 반영하고 있으며, 향후 글로벌 MNC향 후속 프로젝트 확대와 신규 CAPA 가동률 상승에 따라 실적 추정치의 추가 상향 가능성도 존재한다.



QR코드로 간편하게

상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	2,452	194	90	3,816	14.4	7.9	1.6	12.5	1.3
2025	2,722	240	125	5,299	11.7	6.9	1.6	14.7	1.4
2026E	3,189	349	196	8,285	16.8	9.0	3.0	19.5	0.7
2027E	3,663	415	253	10,698	13.0	7.4	2.5	20.9	0.9
2028E	4,189	497	314	13,283	10.5	6.0	2.0	21.4	1.0

자료 : K-IFRS연결기준, 상상인증권

투자포인트

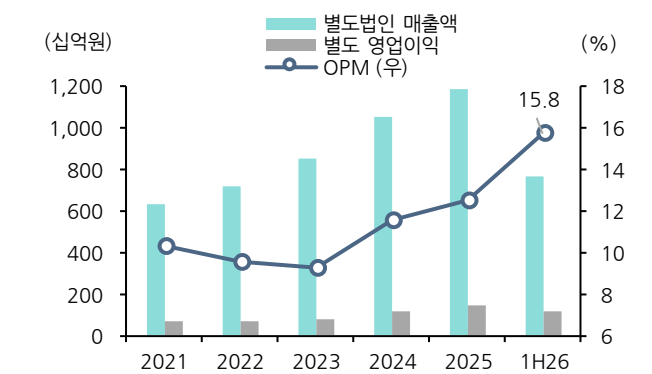
낮아진 고객 집중도,
높아진 주요 고객 성장성

고객사의 질이 달라졌다

한국콜마는 별도법인 2분기 매출액은 4,304억원(+31.2% YoY), 영업이익 708억원(+44.3% YoY)을 기록했다. 국내 화장품 사업은 고객사 다변화를 넘어 주요 고객사의 스케일업과 글로벌 MNC향 수주 확대가 동시에 나타나는 국면에 진입했다. 최대 고객사는 지난 1분기에 이어 2분기에도 전년동기대비 80% 이상의 높은 성장세를 이어가며 별도 매출 성장을 견인했다.

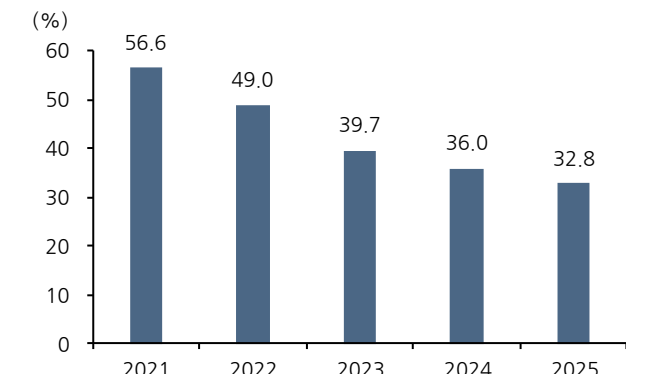
특정 고객에 대한 의존도는 오히려 낮아졌다. 별도 기준 상위 5개사가 매출에서 차지하는 비중은 2021년 56.6%에서 2025년 32.8%까지 하락하였다. 과거 특정 대형 고객의 매출 비중이 20%를 상회했던 시기에는 단가 인하 이후 판매량 감소까지 겹치며 수익성이 훼손된 경험이었다. 현재는 개별 고객의 규모는 커지는 반면 특정 고객 의존도는 낮아져, 하나의 고객의 판매 부진이 전체 실적에 미치는 영향도 과거 대비 축소됐다.

그림 1. 한국콜마 별도법인 실적 추이



자료: 한국콜마, 상상인증권

그림 2. 별도법인 상위 5개사 차지 비중 추이



자료: 한국콜마, 상상인증권

글로벌 MNC까지 넓어지는 고객군

글로벌 MNC향 수주 확대도 고객사 포트폴리오의 질적 변화를 보여준다. 2025년 별도 수출 비중은 약 8%로 과거 4~5% 수준에서 상승했으며, 수출 매출의 대부분은 글로벌 MNC향이었던 것으로 추정된다. 과거에도 MNC향 거래는 존재했으나, 2025년부터는 럭셔리 브랜드의 주요 스킨케어 제품을 ODM 방식으로 생산하는 플래그십 프로젝트가 시작됐다.

통상 글로벌 MNC는 자체 생산 시 효율이 낮거나 수익성이 떨어지는 제품을 외주화하는 경우가 많다. 반면 최근에는 고단가 럭셔리 브랜드 제품의 제형 개발까지 동사에 맡기기 시작했다는 점에 주목할 필요가 있다. 자체 R&D 조직과 제품 개발 역량을 갖춘 글로벌 업체가 핵심 제품을 ODM으로 맡긴다는 점에서 동사의 기술력을 확인할 수 있으며, 글로벌 뷰티 시장 내 동사의 입지가 한 단계 높아졌다고 판단한다. 2026년에는 기존 프로젝트의 생산 물량 증가와 후속 프로젝트 확대가 이어지며 관련 매출도 성장할 전망이다.

인디브랜드는 스케일업 단계로

기준 인디브랜드 고객군도 달라지고 있다. 과거에는 다수의 신규 브랜드가 등장하며 고객 저변이 확대됐다면, 최근에는 글로벌 시장에서 성과가 검증된 브랜드들이 빠르게 대형화되고 있다. 아누아, 센텔리안24, 달바글로벌 등 주요 브랜드도 해외 판매를 확대하고 있다.

고객사의 대형화는 수익성 개선으로도 이어진다. 화장품 ODM은 SKU당 생산량이 커질수록 라인 교체와 세척 등에 따른 비가동 시간이 감소해 생산 효율이 높아진다. 이에 히어로 SKU의 물량 레버리지에 따른 수익성 개선 효과가 큰데, 동사는 조선미녀 선크림 등 대형 히트 제품을 확보한 선케어에서 이러한 효과를 먼저 누려왔다. 최근에는 스킨케어 역시 생산 볼륨이 확대되면서 동일한 효과가 나타나고 있다.

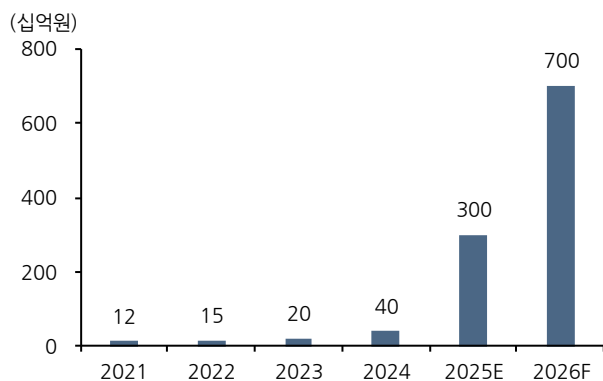
대표적인 사례가 닥터엘시아 345 릴리프 크림이다. 동사가 생산하는 해당 제품은 누적 판매량 2,600만개를 돌파했으며 2026년 8월 기준 주요 국가 아마존에서 높은 순위를 기록하고 있다. 닥터엘시아의 운영사 더퓨어랩은 2026년 연간 매출 가이던스를 기존 5,000억원에서 7,000억원으로 상향하였다. 연초 2025년 매출 3,000억원 달성이 유력하다고 제시했던 점을 감안하면 고객사의 매출 규모가 단기간에 크게 확대되고 있다.

그림 3. 닥터엘시아 345 릴리프 크림



자료: 더퓨어랩, 상상인증권
주: 한국콜마 제조

그림 4. 닥터엘시아 매출액 추이 및 가이던스



자료: 언론보도, 더퓨어랩, 상상인증권
주: 2025E는 회사 대표 인터뷰상 연매출 3,000억원 달성 전망, 2026F는 회사 가이던스 기준

표 1. 닥터엘시아 345 릴리프 크림 아마존 탑100 현황 (2026.08.17 기준)

국가	순위	제품명
미국	72	Dr.Althea 345 Relief Cream - 1.69 Fl Oz (Pack of 1) PDRN & Hyaluronic Acid for Instant Hydration, Blemish, Post-Acne Vegan
독일	42	Dr.Althea 345 Relief Cream Tägliche Feuchtigkeitscreme für das Gesicht zur Beruhigung, Regeneration und Behandlung von Haut
프랑스	52	Dr. Althea 345 Relief Cream Crème Hydratante Visage Réparatrice et Apaisante pour Peaux à Imperfections avec PDRN et Niacin
스페인	45	Dr.Althea 345 Relief Cream Face Moisturizer for Soothing Recovery and Blemish Care with PDRN & Niacinamide Korean Vegan S
이탈리아	66	Dr.Althea 345 Relief Cream Con PDRN e niacinamide per lenire, favorire il recupero e trattare le imperfezioni Prodotto co
호주	11	Dr.Althea 345 Relief Cream, 50ml (Pack of 1) PDRN & Hyaluronic Acid for Instant Hydration, Blemish, Post-Acne Vegan Face Mo

자료: 아마존, 상상인증권
주: 한국콜마 제조

동사가 제조하는 센텔리안24의 마데카크림 타임리버스도 해외 판매를 확대하고 있다. 올해 2분기 기준 마데카크림 누적 판매량은 9,900만개에 달하며, 센텔리안24의 해외 매출 비중은 최근 10% 수준까지 상승했다. 2분기 수출액은 전년동기대비 566% 증가했으며, 2026년에는 미국 주요 오프라인 유통채널로 판매처를 확대하고 있다. 국내에서 이미 대규모 판매가 검증된 스킨케어 제품의 해외 확장이 동사의 추가 생산 물량 증가로 이어질 전망이다.

이처럼 선케어뿐 아니라 스킨케어에서도 히어로 SKU의 생산 규모가 확대되면서 상반기 별도 OPM은 15.8%로 역대 최고 수준을 기록했으며, 선케어에 집중됐던 대량생산 효과가 스킨케어까지 확산되면서 수익성 개선의 기반도 넓어지고 있다.

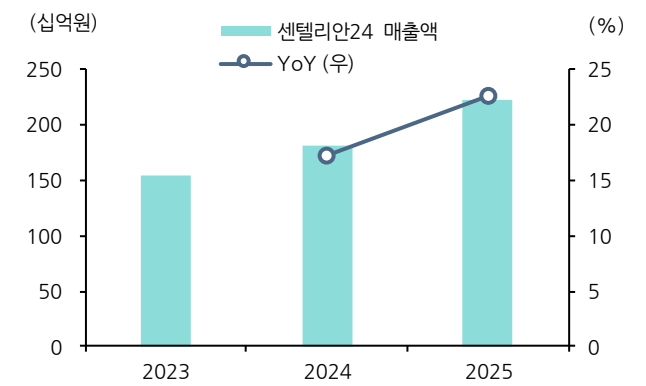
향후에는 스케일업 고객군의 글로벌 성장 지속 여부가 국내 화장품 사업의 핵심 변수다. 동사의 매출은 국내 브랜드사 납품 시점에 내수로 인식되지만, 실제 ODM 수요는 고객사의 해외 판매 확대와 연결돼 있다. 최근 주요 고객사의 수출 비중이 상승하고 특히 유럽을 중심으로 판매 지역이 확대되고 있어, 해외 채널 확장이 이어질 경우 생산 물량 증가와 이에 따른 레버리지 효과도 지속될 전망이다.

그림 5. 동국제약 센텔리안24 마데카크림 타임리버스



자료: 동국제약, 상상인증권
주: 한국콜마 제조

그림 6. 센텔리안24 매출액 추이



자료: 언론보도, 동국제약, 상상인증권

사실상 풀캐파에 가깝다

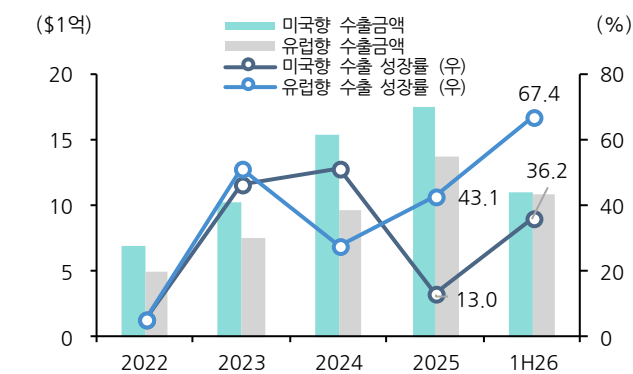
증설분을 빠르게 흡수하는 발주량

K-뷰티의 글로벌 수요는 여전히 강하다. 2026년 상반기 한국 화장품의 미국향 수출은 전년동기대비 36.2%, 유럽향은 67.4% 증가했다. 앞서 살펴본 주요 스케일업 브랜드 역시 미국과 유럽을 중심으로 유통채널을 확대하고 있어, 고객사의 해외 성장이 ODM 생산 물량 증가로 이어질 전망이다.

동사는 생산능력을 빠르게 늘리고 있지만, 늘어난 CAPA는 주문 증가로 빠르게 채워지고 있다. 별도법인 연간 생산능력은 2023년 3.73억개에서 2024년 5.58억개, 2025년 6.32억개로 확대됐다. 2026년에도 노후 생산설비를 신규 설비로 순차 교체하면서 분기 생산능력은 1분기 1.64억개에서 2분기 2.04억개로 증가했다. 그럼에도 2분기 가동률은 84%까지 상승했다. 설비 교체 역시 기존 라인의 유지보수 시간을 활용해 생산 차질을 최소화하는 방식으로 진행되고 있어, CAPA 확대와 동시에 생산 물량도 빠르게 증가하고 있는 것으로 판단한다.

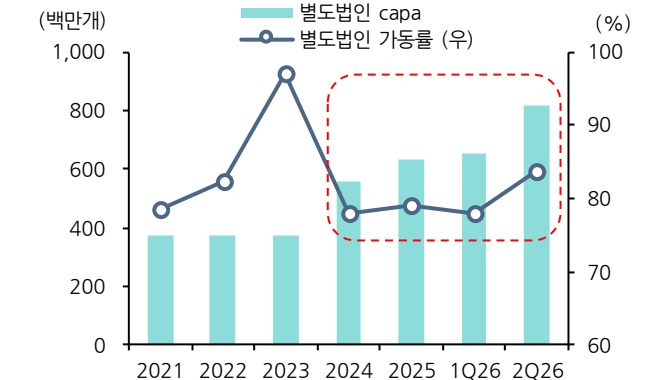
하반기에도 설비 교체를 통한 생산능력 확대가 이어질 전망이다. 작업조 조정과 연장근무, 외주 및 계열사 활용까지 병행해 추가 주문에 대응할 계획이다. 특히 앞선 증설 과정에서 생산인력을 선제적으로 확보한 만큼 2026년부터 2027년 상반기까지는 비용 증가보다 생산량 증가가 앞서는 물량 레버리지 구간이 될 가능성이 높다. 다만 현재 고객사의 성장 속도가 지속될 경우 내년 상반기에는 추가 생산 여력이 점차 소진되면서 인건비 등 추가적인 비용이 발생할 가능성도 있다.

그림 7. 미국향 및 유럽향 화장품 수출 추이



자료: TRASS, 상상인증권

그림 8. 별도법인 CAPA 증설에도 빠르게 올라오는 가동률



자료: 한국콜마, 상상인증권

주: 1Q26, 2Q26 CAPA는 분기 생산능력 연환산 기준

2H27 세종 신공장 가동 기점으로 다시 성장여력 확대될 것

성장 여력은 2027년 하반기 세종 기초화장품 신공장 가동을 기점으로 다시 확대될 전망이다. 동사는 세종 신공장에 1,733억원을 투자하고 있으며, 신규 CAPA는 내년 하반기부터 순차적으로 반영될 예정이다. 구체적인 생산능력은 아직 공개되지 않았으나, 신공장 가동을 통해 기존 스케일업 고객사의 추가 물량과 신규 대형 프로젝트를 수용할 생산 기반이 확대될 것이다. 실제 실적 기여는 가동률과 제품 믹스에 따라 점진적으로 나타나겠지만, 2028년부터는 신공장 효과가 온기로 반영되며 국내 화장품 사업의 외형 성장도 재차 확대될 것으로 본다.

중장기적으로는 색조 전용 크로마콜마 신공장도 준비 중이다. 역시 구체적인 CAPA와 가동 시점이 확정되지 않아 현재 추정치에는 반영하지 않았다. 2026년부터 2027년 상반기가 기존 CAPA의 생산성을 높이는 구간이라면, 2027년부터 신규 CAPA가 더해지면서 추가 수주를 소화할 수 있는 기반이 다시 넓어지는 구간이다.

기업개요

한국·중국·북미를 잇는 글로벌 생산 네트워크

글로벌 ODM 플랫폼

동사는 국내 화장품 업계 최초의 ODM 기업으로, 화장품을 중심으로 제약·헬스케어와 화장품 용기 사업을 영위하고 있다. 2025년 연결 매출 기준 국내 화장품 43.3%, 중국 5.7%, 미국 2.0%, 캐나다 1.3%, 연우 9.1%, HK이노엔 38.6%의 비중을 차지한다. 화장품 생산거점은 한국·중국·미국·캐나다에 구축되어 있으며, 2025년 기준 글로벌 연간 생산능력은 약 11.8억개에 달한다. 이 중 국내 생산능력이 6.32억개로 가장 크고, 중국 2.16억개, 미국 2.33억개, 캐나다 1.00억개 수준이다.

국내 화장품 사업은 스킨케어 50%, 선크어 26%, 메이크업 18%, 퍼스널케어 4%, 기타 2%로 구성된다. 특히 선크어에서 높은 기술 경쟁력을 확보하고 있으며, 최근에는 스킨케어 고객사의 대형화로 제품 믹스가 다변화되고 있다. 글로벌 생산 CAPA 역시 2021년 약 7억개에서 2025년 약 12억개까지 확대되며 고객사의 해외 성장에 대응할 수 있는 생산 기반을 구축했다.

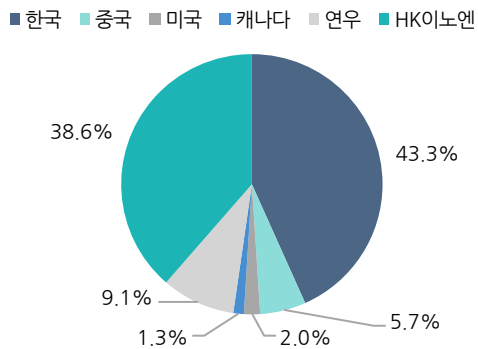
2018년에는 약 1조 3,000억원을 투입해 HK이노엔(구 CJ헬스케어)을 인수했으며, 이후 화장품 용기 업체인 연우까지 편입하며 화장품 제조부터 패키징, 제약·헬스케어까지 사업 포트폴리오를 확장했다.

표 2. 한국콜마 연혁

날짜	내용
1990.05	한국콜마 설립
1991.04	전의 화장품공장 준공
2002.03	제약산업 진출 및 제약공장 준공
2002.04	한국증권거래소 상장
2007.05	중국 현지법인 콜마화장품(북경) 설립
2012.10	지주사 체제 전환 및 법인 분할
2014.06	세종사업장(기초화장품 신공장) 준공
2016.06	마스크팩 제조 전문 관계사 콜마스크 설립
2016.09	미국 화장품 ODM 업체 PTP 인수
2016.11	캐나다 화장품 OEM·ODM 업체 CSR 인수
2018.04	HK 이노엔(구 CJ 헬스케어) 인수
2018.07	중국 현지법인 콜마화장품(무석) 설립
2020.12	한국콜마 CMO 제약 비즈니스 매각
2022.05	KOLMAR 글로벌 상표권 100% 인수
2022.06	화장품 패키징 기업 연우 인수(55%)
2023.01	한국콜마 중간지주회사 전환
2023.01	오스템 세종공장 인수 및 세종 2 공장 확보
2024.02	연우 잔여지분 45%를 확보하며 완전자회사로 편입, 상장폐지 단행
2025.07	미국법인 2 공장 준공
2026.03	세종 기초화장품 신공장 투자 결정(1,733 억원)

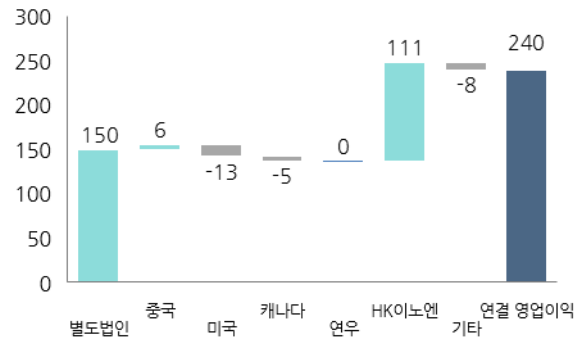
자료: 한국콜마, 상상인증권

그림 9. 2025년 권역/부문별 매출 비중



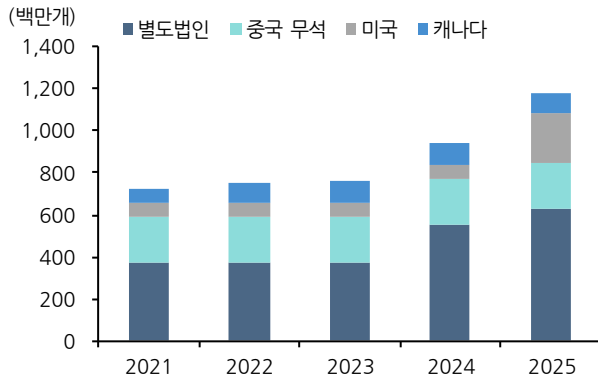
자료: 한국콜마, 상상인증권

그림 10. 2025년 영업이익 기여도



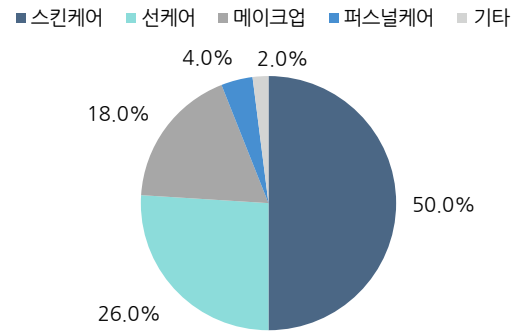
자료: 한국콜마, 상상인증권

그림 11. 한국콜마 생산 CAPA 추이 (HK이노엔, 연우 제외)



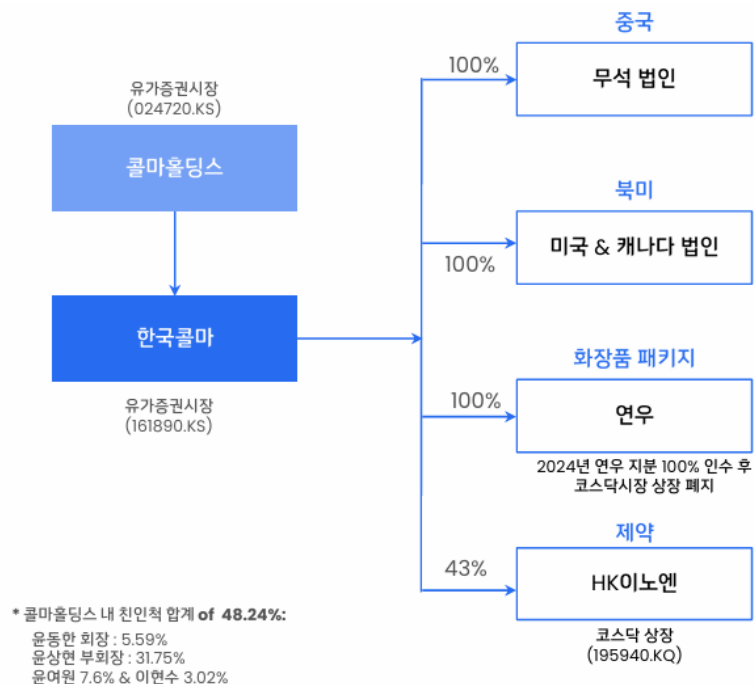
자료: 한국콜마, 상상인증권

그림 12. 2025년 카테고리별 매출 비중(별도법인 기준)



자료: 한국콜마, 상상인증권

그림 13. 한국콜마 지배구조



자료: 한국콜마, 상상인증권

실적전망 및 밸류에이션

실적전망

2026년 매출액 3조 1,900억원 전망 한국콜마의 2026년 연결 매출액은 3조 1,900억원(+17.2% YoY), 영업이익 3,489억원(+45.6% YoY)을 전망한다. 국내 화장품 별도법인의 고성장이 전사 실적을 견인하는 가운데, 연우의 회복과 HK이노엔의 견조한 실적이 더해질 전망이다.

별도법인 2026년 매출액은 1조 5,700억원(+31.6% YoY)으로 추정한다. 3분기는 조업일수가 57일로 전분기 대비 5일 감소하지만, 스킨케어 중심의 주문 증가로 2분기와 유사한 외형을 예상한다. 2026년 2분기 가동률이 84%까지 상승한 가운데, 하반기에도 설비 교체와 연장근무·외주 등을 통해 증가하는 주문에 대응할 전망이다. 2027년 상반기에는 생산여력이 다소 부족해지며 추가 인건비와 외주비 부담이 발생할 수 있으나, 2027년 하반기 세종 신공장 가동 이후 생산 여력이 확대되고 2028년부터 증설 효과가 본격화될 전망이다.

중국법인 2026년 매출액은 1,747억원(+11.8% YoY)으로 예상한다. 3분기는 선케어 계절성 및 색조 비중 상승으로 전분기 대비 수익성이 둔화될 가능성이 있다. 스킨케어 고객 확보를 추진하고 있으나 기술 유출 우려로 최신 제형을 활용한 적극적인 영업 방식은 어려워 2027~2028년에도 한자릿수 수준의 외형 성장을 가정한다.

미국법인 2026년 매출액은 643억원(+17.1% YoY)으로 전망한다. 하반기부터 2공장 신규 고객사 물량이 순차적으로 반영되며 외형은 회복되겠으나, 아직 대량 오더가 부족해 적자가 이어질 전망이다. 2027년에는 신규 고객사 물량 증가로 적자 폭이 축소될 것으로 예상한다. 캐나다법인은 2026년 매출액 351억원(-2.2% YoY)으로 예상하며, 낮은 매출 규모를 감안해 수익성 회복 속도는 미국보다 보수적으로 추정했다.

연우 2026년 매출액은 2,926억원(+16.6% YoY)을 전망한다. 기존 대형 고객 의존도가 낮아지는 가운데 인디브랜드 신규 수주가 늘어나며 하반기에도 외형 회복이 이어질 전망이다. 향후 고객사 다변화와 매출 규모 확대에 따라 수익성 역시 점진적인 정상화를 예상한다.

표 3. 실적 테이블

		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액(억원)	TOTAL	6,531	7,308	6,830	6,555	7,280	8,613	8,348	7,652	27,224	31,894	36,629
	별도(화장품)	2,743	3,281	3,220	2,683	3,430	4,304	4,334	3,597	11,928	15,665	19,391
	중국콜마	416	499	318	329	473	579	353	342	1,562	1,747	1,889
	미국콜마	217	184	81	67	134	178	170	161	549	643	726
	캐나다콜마	87	100	92	80	84	92	88	87	359	351	364
	HK 이노엔	2,474	2,631	2,608	2,919	2,587	2,672	2,752	2,958	10,632	10,969	11,532
	연우	637	707	618	547	624	911	773	618	2,509	2,926	3,133
	연결조정 및 기타	(43)	(94)	(107)	(70)	(52)	(123)	(121)	(111)	(314)	(407)	(407)
yoy %	TOTAL	13.6	10.7	9.0	11.0	11.5	17.8	22.2	16.7	11.0	17.2	14.8
	별도(화장품)	10.7	10.5	17.7	11.2	25.1	31.2	34.6	34.1	12.6	31.3	23.8
	중국콜마	20.2	(5.3)	(13.1)	10.0	13.7	16.0	11.0	4.0	1.6	11.9	8.1
	미국콜마	210.0	37.3	(53.7)	(66.5)	(38.2)	(3.3)	110.0	140.0	(5.2)	17.1	12.9
	캐나다콜마	(3.3)	(20.6)	0.0	(8.0)	(3.4)	(8.0)	(3.9)	8.5	(9.1)	(2.2)	3.8
	HK 이노엔	16.4	20.0	13.6	23.8	4.6	1.6	5.5	1.3	18.5	3.2	5.1
	연우	(5.2)	(4.5)	(15.1)	(11.1)	(2.0)	28.9	25.0	13.0	(8.9)	16.6	7.1
	연결조정 및 기타	(43.7)	7.6	(16.3)	7.6	20.0	30.9	13.4	57.8	(12.0)	29.5	0.1
Sales portion %	별도(화장품)	42.0	44.9	47.1	40.9	47.1	50.0	51.9	47.0	43.8	49.1	52.9
	중국콜마	6.4	6.8	4.7	5.0	6.5	6.7	4.2	4.5	5.7	5.5	5.2
	미국콜마	3.3	2.5	1.2	1.0	1.8	2.1	2.0	2.1	2.0	2.0	2.0
	캐나다콜마	1.3	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	1.3	1.1	1.0
	HK 이노엔	37.9	36.0	38.2	44.5	35.5	31.0	33.0	38.7	39.1	34.4	31.5
	연우	9.8	9.7	9.0	8.3	8.6	10.6	9.3	8.1	9.2	9.2	8.6
	연결조정 및 기타	(0.7)	(1.3)	(1.6)	(1.1)	(0.7)	(1.4)	(1.4)	(1.4)	(1.2)	(1.3)	(1.1)
영업이익 (억원)	TOTAL	599	735	583	478	789	1,103	934	664	2,396	3,489	4,148
	별도(화장품)	339	490	443	223	512	708	636	328	1,495	2,185	2,624
yoy %	TOTAL	84.8	2.4	7.0	36.2	31.6	50.1	60.0	38.8	23.6	45.6	18.9
	별도(화장품)	48.5	10.9	19.0	23.5	51.2	44.4	43.6	47.2	22.2	46.1	20.1
OPM (%)	TOTAL	9.2	10.1	8.5	7.3	10.8	12.8	11.2	8.7	8.8	10.9	11.3
	별도(화장품)	12.4	14.9	13.8	8.3	14.9	16.4	14.7	9.1	12.5	13.9	13.5
yoy %p	TOTAL	3.5	(0.8)	(0.2)	1.3	1.7	2.8	2.6	1.4	0.9	2.1	0.4
	별도(화장품)	3.1	0.1	0.2	0.8	2.6	1.5	0.9	0.8	1.0	1.4	(0.4)

자료: 한국콜마, 상상인증권

밸류에이션

동사는 글로벌 화장품 ODM 시장 내 선도업체로서의 입지를 더욱 강화할 전망이다. 선케어 중심의 계절성이 점차 완화되는 가운데 스킨케어 매출 기여도가 높아지며 성장의 지속성이 높아지고 있다. 또한 2027년 하반기 세종 신공장 가동을 통해 추가 생산 여력을 확보하면서 중장기 외형 성장 기반도 확대될 것으로 예상된다.

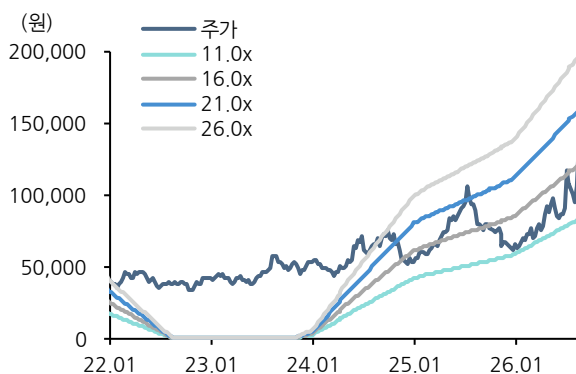
목표주가는 SOTP 방식으로 산정하였다. 화장품 사업가치에 적정 멀티플을 적용하고, 보유 자회사 지분가치에는 40% 할인율을 적용했다. 국내 화장품 사업의 고성장과 수익성 개선은 향후 실적 추정치 상향을 통해 적정가치 상승으로 이어질 수 있다. 밸류에이션 측면에서는 글로벌 MNC향 기존 프로젝트의 리오더와 추가 수주 확대가 확인될 경우 고객 기반의 질적 변화가 부각되며 추가적인 리레이팅이 가능할 전망이다.

표 4. 한국콜마 목표주가 산정 Table

방식	내용	금액	비고
화장품	화장품 12MF 지배주주순이익 (십억원)	195	
	Target PER (배)	19.3	2012년 법인 분할 이후 평균 12MF PER
	화장품 사업가치 (십억원)	3,757	
HK 이노엔	HK 이노엔 시가총액 (십억원)	1,142	
	HK 이노엔 지분율	43.01%	
	할인율	40%	
	HK 이노엔 지분가치 (십억원)	295	
기업가치(십억원)		4,051	
유통주식수		23,605,077	
적정주가 (원)		171,635	
목표주가 (원)		170,000	
현재가 (원)		139,400	
Upside Potential		22.0%	

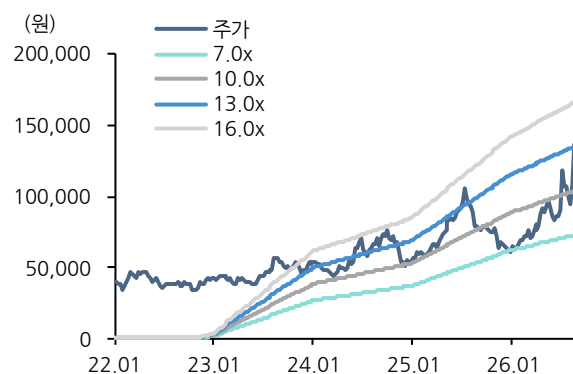
자료: Bloomberg, 상상인증권

그림 14. 한국콜마 12M Trailing PER



자료: Quantwise, 상상인증권

그림 15. 한국콜마 12M Forward PER



자료: Quantwise, 상상인증권

대차대조표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	858.7	1,009.6	1,206.4	1,567.2	1,991.2
현금 및 현금성자산	141.9	225.3	394.1	656.1	961.7
매출채권	294.5	358.3	394.3	445.8	507.8
재고자산	327.7	324.8	337.0	381.0	434.0
비유동자산	2,268.0	2,448.1	2,540.1	2,599.0	2,674.0
관계기업투자등	47.8	126.0	109.6	114.1	118.7
유형자산	811.1	901.8	1,006.9	1,053.7	1,116.0
무형자산	1,249.3	1,243.5	1,241.6	1,241.9	1,242.3
자산총계	3,126.7	3,457.8	3,746.6	4,166.3	4,665.2
유동부채	1,215.0	1,360.1	1,383.1	1,457.3	1,566.0
매입채무	360.4	435.4	384.3	434.5	495.0
단기금융부채	799.0	863.7	923.0	944.0	989.0
비유동부채	405.9	430.3	463.9	526.0	568.2
장기금융부채	352.0	369.6	411.8	471.8	511.8
부채총계	1,621.0	1,790.4	1,847.0	1,983.4	2,134.2
지배주주지분	792.6	910.4	1,092.7	1,320.9	1,605.4
자본금	11.8	11.8	11.8	11.8	11.8
자본잉여금	294.7	301.0	256.3	256.3	256.3
이익잉여금	487.9	592.7	819.7	1,047.9	1,332.5
비지배주주지분	713.1	757.0	806.9	862.0	925.6
자본총계	1,505.7	1,667.3	1,899.6	2,182.9	2,531.0

손익계산서

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	2,452.1	2,722.4	3,189.4	3,662.9	4,188.9
매출원가	1,753.1	1,931.0	2,269.2	2,592.1	2,948.2
매출총이익	698.9	791.4	920.2	1,070.8	1,240.7
판매비와 관리비	505.1	551.9	571.2	655.9	743.8
영업이익	193.9	239.6	349.0	414.8	496.9
EBITDA	285.8	343.7	464.0	538.3	625.8
금융손익	-23.7	-32.9	-30.0	-27.2	-21.9
관계기업등 투자손익	12.5	0.6	-0.6	-0.7	-0.7
기타영업외손익	-42.9	4.5	-2.5	0.0	0.0
세전계속사업이익	139.8	211.7	315.9	387.0	474.3
계속사업법인세비용	14.4	43.5	70.4	79.3	97.2
당기순이익	125.3	168.2	245.5	307.6	377.1
지배주주순이익	90.1	125.1	195.6	252.5	313.5
매출총이익률 (%)	28.5	29.1	28.9	29.2	29.6
영업이익률 (%)	7.9	8.8	10.9	11.3	11.9
EBITDA 마진률 (%)	11.7	12.6	14.5	14.7	14.9
세전이익률 (%)	5.7	7.8	9.9	10.6	11.3
지배주주순이익률 (%)	3.7	4.6	6.1	6.9	7.5
ROA (%)	2.9	3.8	5.4	6.4	7.1
ROE (%)	12.5	14.7	19.5	20.9	21.4
ROIC (%)	7.5	7.8	10.6	12.1	14.0

현금흐름표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	215.4	291.4	365.3	390.9	456.8
당기순이익(손실)	125.3	168.2	245.5	307.6	377.1
현금수익비용가감	194.8	202.6	200.5	126.3	131.9
유형자산감가상각비	69.3	80.6	90.1	99.8	105.2
무형자산상각비	22.7	23.6	24.8	23.6	23.7
기타현금수익비용	102.8	98.4	78.5	1.4	1.6
운전자본 증감	-40.4	0.1	-23.7	-43.0	-52.1
매출채권의 감소(증가)	39.8	-47.2	-36.7	-51.5	-62.0
재고자산의 감소(증가)	-53.2	3.5	2.7	-44.0	-53.0
매입채무의 증가(감소)	-7.0	44.5	15.7	50.2	60.4
기타영업현금흐름	-20.0	-0.8	-5.5	2.3	2.4
투자활동 현금흐름	-205.2	-247.7	-150.8	-185.6	-207.3
유형자산 취득(취득)	-245.5	-162.2	-114.8	-146.5	-167.6
무형자산 감소(증가)	-13.2	-15.4	-24.1	-24.0	-24.0
투자자산 감소(증가)	63.4	-28.8	27.0	-7.7	-8.0
기타투자활동	-10.0	-41.3	-38.9	-7.4	-7.7
재무활동 현금흐름	-43.2	40.2	-47.6	56.7	56.0
차입금의 증가(감소)	24.8	62.7	-20.7	81.0	85.0
자본의 증가(감소)	-19.4	-22.6	-20.4	-24.3	-29.0
배당금 지급	19.4	22.6	20.4	24.3	29.0
기타재무활동	-48.6	0.2	-6.5	0.0	0.0
현금의 증감	-29.0	83.4	168.8	262.0	305.5
기초현금	170.8	141.9	225.3	394.1	656.1
기말현금	141.9	225.3	394.1	656.1	961.7

주요투자지표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
투자지표 (배)					
P/E	14.4	11.7	16.8	13.0	10.5
P/B	1.6	1.6	3.0	2.5	2.0
EV/EBITDA	7.9	6.9	9.0	7.4	6.0
P/S	0.5	0.5	1.0	0.9	0.8
배당수익률 (%)	1.3	1.4	0.7	0.9	1.0
성장성 (%)					
매출액 증가율	13.7	11.0	17.2	14.8	14.4
영업이익 증가율	42.4	23.6	45.7	18.9	19.8
세전이익 증가율	307.1	51.5	49.2	22.5	22.6
지배주주순이익 증가율	1,634.9	38.9	56.4	29.1	24.2
EPS 증가율	1,581.7	38.9	56.4	29.1	24.2
안정성 (%)					
부채비율	107.7	107.4	97.2	90.9	84.3
유동비율	70.7	74.2	87.2	107.5	127.2
순차입금/자기자본	63.2	55.0	46.2	31.8	18.6
영업이익/금융비용	4.2	6.2	8.1	12.2	17.2
총차입금 (십억원)	1,151.0	1,233.3	1,334.8	1,415.8	1,500.8
순차입금 (십억원)	951.8	916.8	877.8	694.2	471.1
주당지표 (원)					
EPS	3,816	5,299	8,285	10,698	13,283
BPS	33,579	38,566	46,290	55,959	68,011
SPS	103,879	115,332	135,113	155,173	177,457
DPS	720	864	1,030	1,230	1,450

한국콜마 목표주가 추이 및 투자의견 변동내역



Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:송지연)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 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 당사에 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

구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고	구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고
산업 (Industry)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	80.0%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 절대수익률	BUY	92.9%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	20.0%	시가총액 수준 유지			HOLD	7.1%	절대수익률 +15% ~ -15%
		Underweight (비중축소)	0.0%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
		합계 100%					합계 100%		

코스메카코리아 241710

Analyst 송지연 | 화장품

02-3779-3474, jy.song@sangsanginib.com

사상 최대, 아직 성장 중

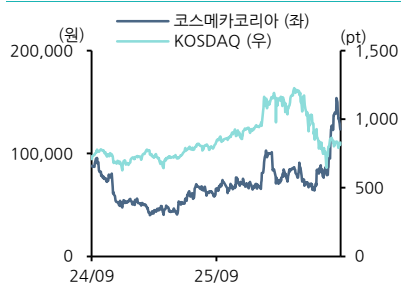
BUY 신규

목표주가 신규	140,000원
종가(26.09.10)	120,900원
상승여력	15.8%

Stock Data

KOSDAQ(09/10)	836.9pt
시가총액	12,912억원
액면가	500원
52 주 최고가	153,900원
52 주 최저가	61,500원
외국인지분율	25.8%
90 일 일평균거래대금	138억원
주요주주지분율	
박은희 (외 4 인)	39.0%
유동주식비율	60.2%

Stock Price



2Q26 Review. 더마와 기초가 견인한 사상 최대 실적

코스메카코리아 2분기 연결 매출액은 2,261억원(+39.8% YoY), 영업이익 321억원(+39.3% YoY), OPM 14.2%를 시현하며 분기 기준 사상 최대 실적을 경신했다. 별도법인 매출액은 1,788억원 (+62.6% YoY), 영업이익은 245억원(+76.9% YoY)을 기록했다. 더마 중심의 기초 카테고리 매출이 94.8% 성장했으며, 주요 고객사의 리오터와 SKU 확대, 하이드로겔 마스크와 아이패치 등 신규 카테고리 성장이 동시에 나타났다. 이에 별도법인 OPM도 13.7%로 전년 동기 대비 개선됐다. 미국법인은 매출 감소에도 OTC 선케어 및 럭셔리 스킨케어 비중 확대와 생산 효율화로 수익성을 방어했다.

기초 중심 성장에 CAPA 증설까지

2026년 연결 매출액은 8,467억원(+32.1% YoY), 영업이익은 1,155억원(+38.3% YoY)을 전망한다. K-뷰티 수출이 기초 중심으로 성장하는 흐름이 이어지며 별도법인 역시 매출액 6,571억원(+48.8% YoY)의 고성장을 지속할 전망이다. 회사 역시 2026년 연간 매출 성장률 가이드를 연초 +15%에서 1분기에 +20%, 2분기에는 +30%로 연이어 상향했다. 증가하는 수요에 대응하기 위한 생산능력 확대도 이어진다. 2027년부터는 오창공장이 단계적으로 가동될 예정이다.

투자의견 BUY, 목표주가 140,000원으로 커버리지 개시

코스메카코리아에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 140,000원으로 커버리지를 개시한다. 동사는 성장 초기의 중소형 브랜드를 선제적으로 확보해 고객과 함께 성장해왔다. 최근에는 기존 고객이 K-뷰티를 주도하는 주요 브랜드로 올라서는 한편, 5~10위권 고객의 매출 기여도도 높아지며 고객사 믹스가 개선되고 있다. 기초 중심의 우호적인 제품 포트폴리오를 바탕으로 중견 ODM 업체로서의 지위를 더욱 공고히 할 것으로 전망한다.



QR코드로 간편하게

상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	524	60	43	4,007	13.8	8.3	2.7	22.1	0.2
2025	641	84	45	4,255	15.7	8.0	2.8	19.3	0.6
2026E	847	116	75	7,033	17.2	10.5	4.2	26.8	0.4
2027E	973	138	89	8,358	14.5	8.8	3.3	25.5	0.5
2028E	1,094	157	101	9,457	12.8	7.7	2.7	23.0	0.5

자료 : K-IFRS연결기준, 상상인증권

투자포인트

한국법인 성장: 기초 중심 성장+고객사 저변 확대

기초 카테고리가 이끄는 성장

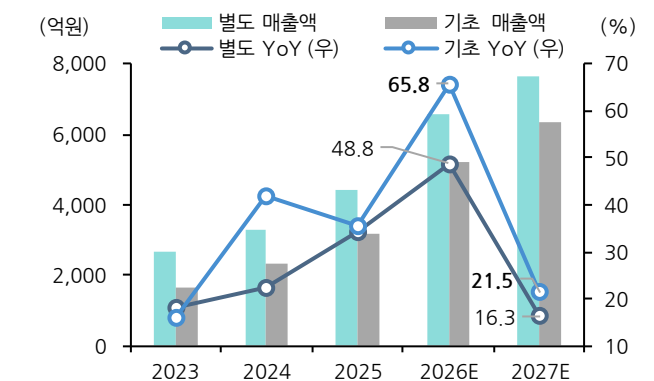
코스메카코리아 한국법인은 상반기 매출액 3,210억원 (+74.2% YoY)을 기록하며 전사 실적 성장을 견인했다. 특히 기초 카테고리 매출은 동기간 87.7% 증가하며 성장을 주도했다. 최근 K-뷰티 수출 역시 스킨케어를 중심으로 확대되고 있어 동사의 제품 믹스에 우호적인 시장 환경이 지속되고 있다. 기초제품은 색조 대비 제품수명주기(PLC)가 상대적으로 길고, 반복 구매와 리오더가 이어질 가능성이 높다. 이에 따라 기초 중심의 성장세는 2027년에도 한국법인 실적의 주요 동력이 될 전망이다.

고객사 포트폴리오 확대

고객사 저변도 확대되고 있는데, 기존 주요 고객사인 A사와 D사의 판매 호조가 지속되고 있다. 아울러 올리브영에서 인지도를 높이고 있는 O사와 버블세럼을 주력으로 성장 중인 M사 등 중소형 브랜드에서도 리오더와 후속 SKU 확장이 동시에 발생하고 있다. 또한 최근 K-뷰티 내 고성장 고객사도 상위 5위권에 진입했다. 매년 고객 구성에는 차이가 있으나, 별도법인 기준 5~10위권 고객사의 개별 매출 기여도는 과거 1% 안팎에서 최근 2~3% 수준으로 상승했다. **이는 한국법인의 성장이 일부 상위 고객사에만 의존하지 않음을 보여준다.** 상위 고객사의 성장과 함께 기존 중소형 고객사의 매출 기여도가 확대되는 구조가 형성되고 있다.

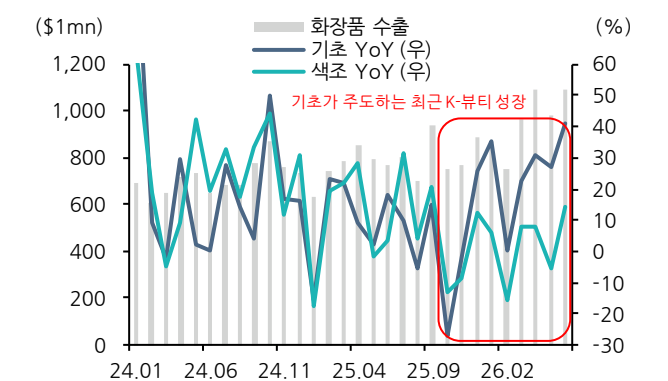
이러한 흐름은 동사의 고객사 확보 전략과도 맞물린다. 동사는 매출액 100억원~500억원 규모의 중소 브랜드를 주요 영업 대상으로 확보한 뒤, 해당 브랜드의 성장에 따라 수주 규모를 확대하는 전략을 취하고 있다. 대표적인 사례는 브랜드 501의 닥터멜락신으로, 동사가 개발한 '필샷'은 2024년 1월 첫 출고 이후 판매량이 빠르게 증가해 2025년 누적 약 750만개 발주를 기록했다. 출시 이후 누적 수주량은 2026년 6월 5일 기준 1,000만개를 돌파했다. 일반적으로 연간 100만개 이상 판매되는 제품이 히트상품으로 평가된다는 점을 감안하면 의미 있는 성과로 판단한다.

그림 1. 기초가 이끄는 별도법인 성장



자료: 코스메카코리아, 상상인증권

그림 2. 기초 카테고리가 주도하는 한국 화장품 수출 실적

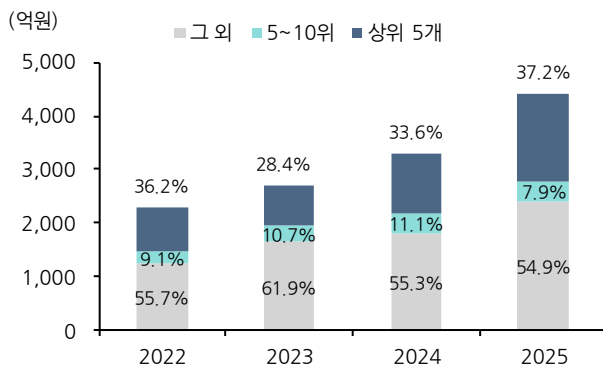


자료: TRASS, 상상인증권

닥터멜락신의 해외 유통망 확대도 추가적인 성장 동력이다. 브랜드501은 미국 틱톡샵에서의 성과를 기반으로 2025년 11월 영국 틱톡샵에 진출했으며, 대만 왓슨스와 싱가포르 유니터 등 아시아 오프라인 채널에도 입점했다. 미국 얼타뷰티와 영국 Boots 입점 역시 예정돼있다. 동사는 닥터멜락신 제품 라인업의 약 90%를 담당하고 있어, 브랜드의 해외 판매처 증가는 동사의 수중에도 긍정적으로 작용할 전망이다. 이외에도 M사, O사 등 기존 중견 고객에서도 히어로 SKU의 리오더와 후속 제품 수주가 이어지고 있어 고객 기반 전반의 성장 가능성도 높아지고 있다.

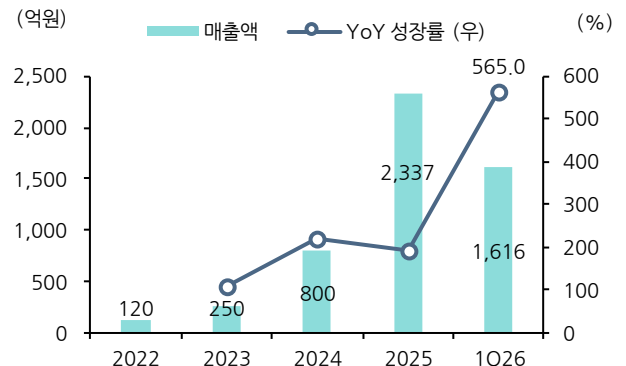
증가하는 기초제품 수요에 대응하기 위한 생산능력 확충도 진행 중이다. 동사는 2025년 5월 기초 11개 라인을 포함한 청주공장을 가동한 데 이어, 2026년 6월 오창공장을 인수했다. 기존 사용자의 이전 이후 설비를 구축해 2027년부터 순차 가동할 계획이다. 이어 2026년 9월에는 화장품 수요 증가에 대응하기 위해 2030년까지 1,360억원 규모의 신규 시설투자를 추가로 결정했다. 음성공장은 1교대 기준 가동률이 70~80% 수준이나 인력 수급 문제로 2교대 전환에 어려움이 있어, 신규 생산거점 확보와 자동화 설비 투자를 병행하고 있다. 오창공장의 구체적인 CAPA 증설 규모는 현재 산정 중이며, 설계 완료 이후 예상 생산능력이 제시될 예정이다.

그림 3. 한국법인 상위 고객과 기타 고객군의 동반 성장



자료: 코스메카코리아, 상상인증권

그림 4. 주요 고객사 브랜드501(닥터멜락신) 매출액 추이



자료: 브랜드501, 언론보도, 상상인증권

그림 5. 닥터멜락신 필샷 고마주 흑미 앰플



자료: 브랜드501, 상상인증권
주: 코스메카코리아 제조

그림 6. 닥터멜락신 시멘트 칼슘 다크서를 커버 아이크림



자료: 브랜드501, 상상인증권
주: 코스메카코리아 제조

미국 ODM도 잘한다

미국 화장품 ODM은 진입장벽이 높다

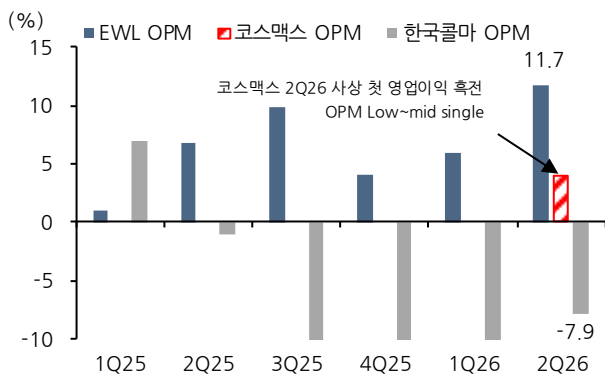
미국 화장품 시장은 브랜드사가 제품을 직접 기획·개발하고 OEM사가 생산을 담당하는 구조가 일반적이라 국내식 ODM 영업 방식이 정착하기 쉽지 않고, 높은 인건비로 인해 현지 생산에서도 일정 수준 이상의 물량이나 제품 단가가 요구된다. 실제 국내 ODM 업체들도 미국 사업의 수익성 안착까지 상당한 시간이 소요됐다. 코스맥스의 미국법인은 2Q26 영업이익 흑자 전환에 성공했으며, 한국콜마 미국법인 역시 적자 폭을 축소하며 수익성을 개선하고 있다.

동사는 2018년 미국 현지 ODM 업체인 잉글우드랩 인수를 통해 미국 현지 고객 기반과 생산 레퍼런스를 확보했다. 미국 토토와 법인은 현지 프리미엄 및 럭셔리 브랜드와 OTC 제품을 중심으로 수주하고 있으며, 2025년 약 1,200억원의 매출액과 5.6%의 OPM을 기록했다. 매출의 약 95%가 현지 고객사에서 발생하며, 소비자가 기준 \$600 수준의 프리미엄 스킨케어 제품 수주도 확보했다. 높은 인건비 구조를 감안해 고단가 제품 중심으로 고객 믹스를 구축한 점이 토토와 법인의 강점이다.

잉글우드랩코리아는 토토와와 다른 고객군을 공략한다. 인천공장에서는 초기 오더 규모가 작은 미국 인디브랜드, 특히 K-뷰티와 유사한 제품을 원하는 고객을 중심으로 수주하며, 고객사가 성장해 물량이 커질 경우 코스메카코리아 국내 생산시설로 이전하는 방식이다. 주요 고객사 G사의 매출 비중이 높기 때문에 실적 변동성은 크지만 기초 중심의 제품 믹스와 생산 효율화를 바탕으로 OPM 20~25% 수준의 높은 수익성을 유지하고 있다.

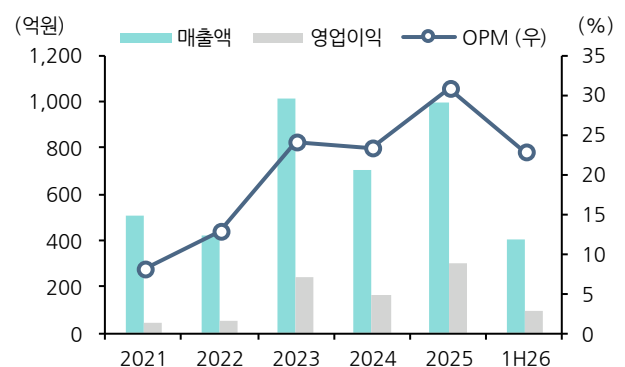
현재도 신규 고객사 확보를 위한 영업은 이어지고 있다. 토토와에서는 프리미엄·OTC 제품을 중심으로 현지 브랜드营업을 지속하는 한편, 잉글우드랩코리아에서는 K-뷰티 및 인디브랜드 고객 확대를 추진하고 있다. 향후에도 현지 고객 네트워크와 생산 레퍼런스를 기반으로 신규 고객 확보를 이어갈 전망이다.

그림 7. 주요 ODM사 미국법인 OPM 추이



자료: 코스메카코리아, 코스맥스, 한국콜마, 상상인증권
 주: 코스맥스 미국법인의 영업이익 및 OPM은 비공개
 주: 미국 생산법인간의 비교를 위해 잉글우드랩은 별도 기준

그림 8. 잉글우드랩코리아 매출액 및 수익성 추이



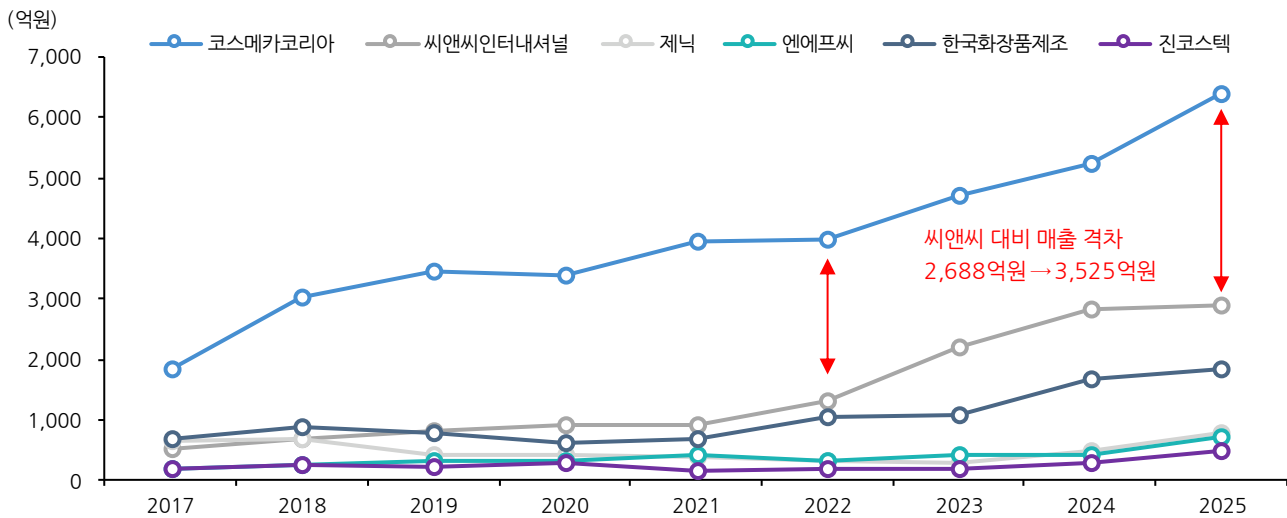
자료: 코스메카코리아, 상상인증권

중견 ODM 1위, 격차는 더 벌어진다

중소형 ODM 경쟁력은 더 강화될 것 한국콜마와 코스맥스가 국내 화장품 ODM 시장의 양강을 형성하고 있다면, 코스메카코리아는 그 뒤를 잇는 중견 ODM 업체로 자리 잡았다. 중소형 ODM 업체 중 가장 큰 매출 규모를 확보하고 있으며, 후발 업체와의 격차 역시 확대되는 모습이다.

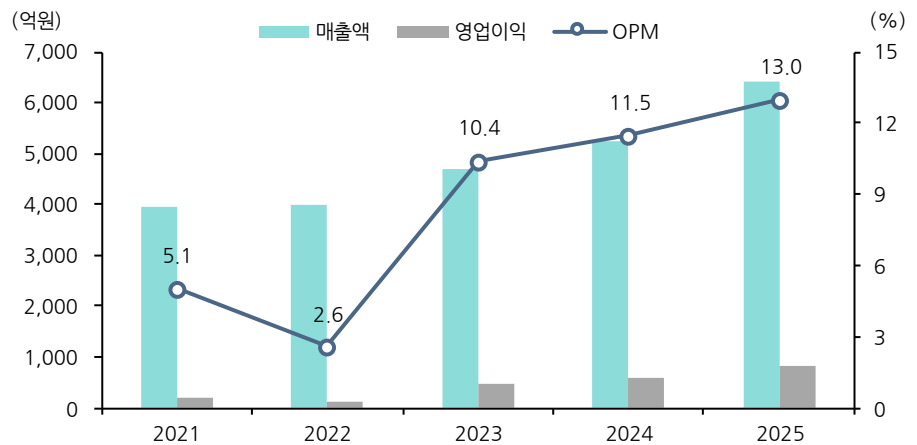
중소형 ODM 업체는 소수 고객사의 흥행 여부에 따라 실적 변동성이 크게 나타나는 경우가 많다. 특정 브랜드의 대량 수주가 단기간 고성장을 만들 수 있는 반면, 브랜드 성장이 둔화되거나 재고조정에 진입하면 ODM사의 실적 역시 빠르게 둔화될 수 있기 때문이다. 반면 코스메카코리아는 주요 고객사의 성장과 신규-중견 고객사의 수주가 이어지며 안정적인 외형 성장을 지속하는 만큼 중소형 ODM 내 선도 지위는 더욱 강화될 전망이다.

그림 9. 중소형 ODM사 매출액 추이



자료: Quantwise, 상상인증권

그림 12. 코스메카코리아 연결실적 추이



자료: 코스메카코리아, 상상인증권

기업개요

화장품 OGM 업체로 중견 1등

중견 ODM 업체 1등

코스메카코리아는 1999년 설립된 화장품 OGM(Original Global Standard and Good Manufacturing) 업체다. OGM은 기존 ODM에서 한 단계 확장해 판매 국가의 유통구조 분석부터 상품기획, 규제 검토, 생산 및 출하까지 전 과정을 제공하는 동사의 자체 사업모델이다. 동사는 2016년 코스닥 시장에 상장하였으며, 공모자금으로 2018년 미국 ODM 업체 잉글우드랩을 인수하고 음성 뷰티 2사업장을 가동하며 생산 및 해외 사업 기반을 확대했다.

한국콜마와 코스맥스에 이어 국내 중견 ODM 업체 중 가장 큰 매출 규모를 확보하고 있으며 한국, 미국, 중국에 생산거점을 운영한다. 국내에서는 음성 1·2공장과 청주공장을, 미국에서는 뉴저지 토토와 공장을 운영하며 잉글우드랩코리아는 인천에 생산시설을 두고 있다. 중국에서는 평호공장을 운영 중이다. 전체 디자인 CAPA는 2교대 기준 연간 약 13억개 수준이며, 기초·색조·선크어·OTC 등 다양한 제품군을 생산한다.

현재는 코스메카코리아 별도법인이 성장을 주도하는 가운데 해외에서는 생산거점별 역할을 달리 가져가고 있다. 미국 토토와 법인은 프리미엄·럭셔리 브랜드와 OTC 제품을 중심으로 수주하며, 잉글우드랩코리아는 미국 인디브랜드와 K-뷰티와 유사한 제품을 원하는 고객을 중심으로 영업한다.

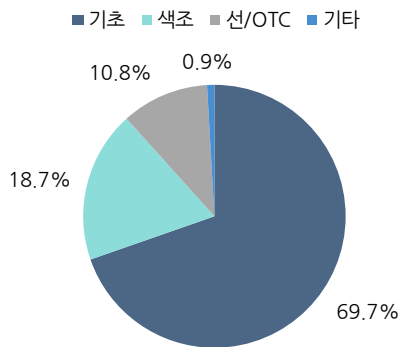
한편 동사는 기존 코스피 이전상장을 검토했으나, 코스닥 시장의 우량기업 차별화 정책 방향 등을 감안해 이전상장 계획은 중단한 상태다.

표 1. 코스메카코리아 연혁

날짜	내용
1999.10	코스메카코리아 법인 설립
2013.03	중국 소주에 현지법인 설립하며 중국시장 진출
2016.10	코스닥시장 상장
2018.06	미국 ODM 업체 잉글우드랩 인수
2018.11	음성 뷰티 2 사업장 오픈
2019.09	잉글우드랩코리아 FDA OTC 허가 완료
2019.06	코스메카차이나 공장 오픈
2025.05	청주 신규 생산기지 가동

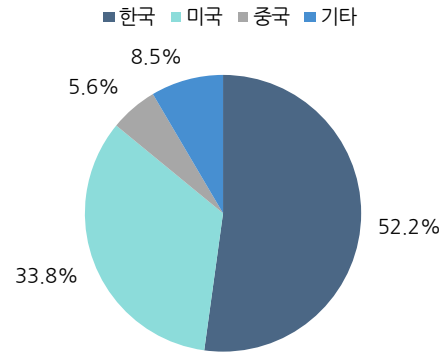
자료: 코스메카코리아, 상상인증권

그림 10. 2025년 카테고리별 매출 비중



자료: 코스메카코리아, 상상인증권

그림 11. 2025년 고객별 매출 비중



자료: 코스메카코리아, 상상인증권

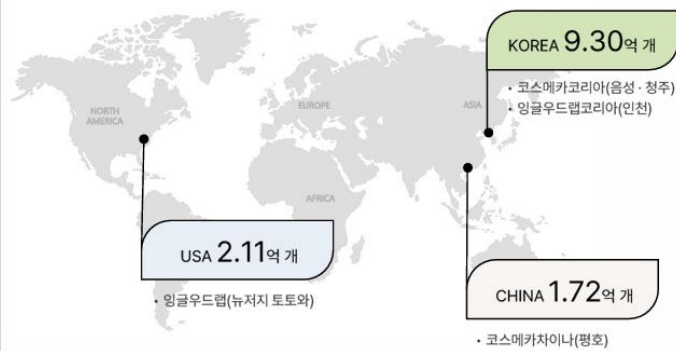
그림 13. 코스메카코리아 생산시설 현황

한국·미국·중국
글로벌 생산 거점에서
연간 13억 개의 CAPA
보유하고 있습니다.

공장별 생산능력(단위: 억 개)

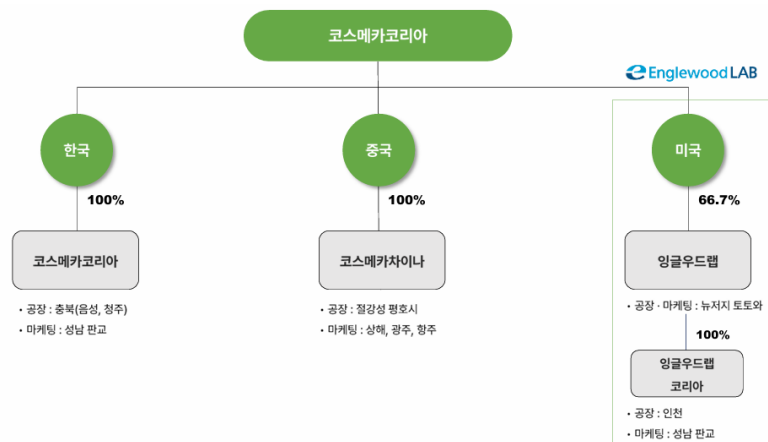
01 코스메카코리아(음성)	6.74
02 코스메카코리아(청주)	1.72
03 잉글우드랩(토트와)	2.11
04 잉글우드랩코리아(인천)	0.84
05 코스메카차이나(평호)	1.72

주) '26년 예상 CAPA, 2교대 기준



자료: 코스메카코리아, 상상인증권

그림 14. 코스메카코리아 지배구조



자료: 코스메카코리아, 상상인증권

실적전망 및 밸류에이션

실적전망

2026년 매출액 32.1% 성장 전망

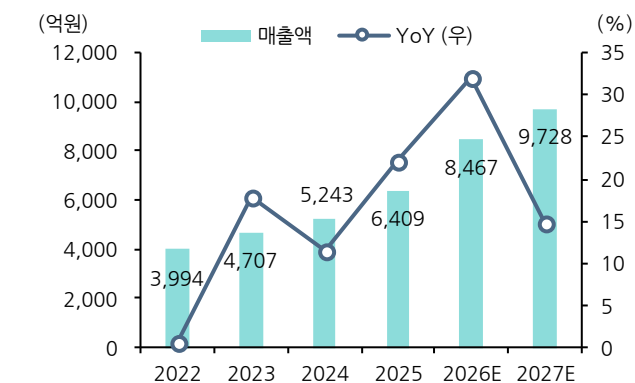
동사의 2026년 연결 매출액은 8,467억원(+32.1% YoY), 영업이익 1,155억원(+38.3% YoY), OPM은 13.6%를 전망한다. 코스메카코리아 별도법인이 기초 중심의 수요 확대와 주요 고객사의 리오더 증가를 바탕으로 전사 성장을 견인할 것으로 예상된다. 동사 역시 2026년 연결 매출 성장률 가이던스를 연초 +15%에서 1Q26 +20%, 2Q26 +30%로 두 차례 상향했으며, OPM 가이던스는 13.5%를 유지했다.

별도법인은 2026년 매출액 6,571억원(+48.8% YoY) 전망한다. 2H26에는 하계 휴가로 인해 조업일수가 감소하나 양호한 수주 흐름을 반영하였으며 기초 제품군 성장과 선케어의 성수기 이후 소폭 둔화를 가정했다. 하이드로겔 마스크는 청주공장의 수율 개선에 따라 매출 기여가 점차 확대될 것으로 예상된다. 오창공장은 아직 구체적인 CAPA가 확인되지 않아 추정치에 반영하지 않았으며, 2027년부터 단계적으로 가동된 후 2028~2029년부터 실적 기여가 본격화될 전망이다. 향후 오창공장 가동이 정상화되면 청주공장의 기존 기초 11개 라인을 겔마스크 라인으로 전환할 계획이다.

미국법인은 2026년 연결 매출액 2,080억원(-3.9% YoY)를 전망한다. 잉글우드랩 별도법인은 기존 레거시 브랜드의 안정적인 수주와 OTC 선제품 및 프레스티지 기초 제품 생산 확대가 실적을 뒷받침할 전망이다. 반면 잉글우드랩코리아는 최대 고객사의 전년 높은 기저와 재고조정 영향으로 올해는 외형 성장이 제한적일 것으로 예상된다. 다만 신규 고객사 유입은 지속되고 있다.

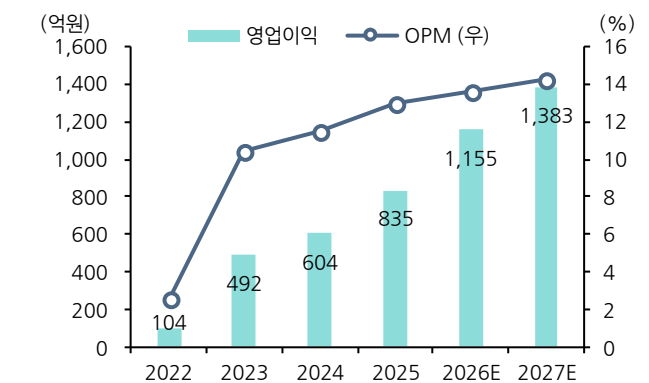
중국법인은 2026년 매출액 310억원 (-8.8% YoY)을 전망한다. 과거 BEP 달성 당시 연매출이 500억원 수준이었던 점과 최근 중국 화장품 시장에서 색조 카테고리 인기를 감안하면, 당분간 흑자 전환은 쉽지 않을 것으로 판단한다.

그림 15. 코스메카코리아 연결 매출액 추이 및 전망



자료: 코스메카코리아, 상상인증권

그림 16. 코스메카코리아 연결 영업이익 추이 및 전망



자료: 코스메카코리아, 상상인증권

표 2. 실적 테이블

분기		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액 (억원)	TOTAL	1,184	1,617	1,824	1,785	1,851	2,261	2,269	2,085	6,409	8,467	9,728
	별도	743	1,100	1,298	1,273	1,422	1,788	1,757	1,604	4,415	6,571	7,645
	EWL(연결)	425	575	618	545	497	519	552	512	2,164	2,080	2,301
	EWL	273	316	304	302	307	317	296	294	1,195	1,213	1,353
	EWLK	163	267	317	246	196	210	256	218	993	880	948
	중국법인	87	86	81	85	64	77	85	84	340	310	314
yoy %	TOTAL	(5.8)	12.5	44.0	39.0	56.4	39.8	24.4	16.9	22.2	32.1	14.9
	별도	8.1	16.2	57.4	53.8	91.3	62.6	35.3	26.0	34.3	48.8	16.3
	EWL(연결)	(19.1)	25.0	50.3	29.2	16.9	(9.7)	(10.7)	(6.2)	18.9	(3.9)	10.6
	EWL	(19.1)	11.5	16.2	25.1	12.3	0.2	(2.6)	(2.9)	6.3	1.5	11.6
	EWLK	(13.4)	49.4	100.9	35.2	19.8	(21.2)	(19.1)	(11.5)	40.5	(11.4)	7.7
	중국법인	(28.0)	(20.0)	(12.8)	3.9	(27.1)	(9.7)	4.3	(1.8)	(15.9)	(8.8)	1.4
Sales portion %	별도	62.8	68.0	71.2	71.3	76.8	79.1	77.4	76.9	68.9	77.6	78.6
	EWL(연결)	35.9	35.5	33.9	30.6	26.9	23.0	24.3	24.5	33.8	24.6	23.7
	EWL	23.1	19.5	16.6	16.9	16.6	14.0	13.0	14.1	18.7	14.3	13.9
	EWLK	13.8	16.5	17.4	13.8	10.6	9.3	11.3	10.5	15.5	10.4	9.7
	중국법인	7.4	5.3	4.5	4.8	3.4	3.4	3.7	4.0	5.3	3.7	3.2
영업이익 (억원)		123	230	272	210	219	321	331	285	835	1,155	1,383
yoy %		(10.5)	27.2	78.8	57.8	78.0	39.3	21.7	35.4	38.4	38.3	19.7
OPM (%)		10.4	14.2	14.9	11.8	11.8	14.2	14.6	13.7	13.0	13.6	14.2
yoy %p		(0.5)	1.6	2.9	1.4	1.4	(0.1)	(0.3)	1.9	1.5	0.6	0.6

자료: 상상인증권

밸류에이션

투자의견 BUY,
목표주가 140,000원 제시

코스메카코리아에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 140,000원으로 커버리지를 개시한다.

Target PER은 글로벌 화장품 OEM/ODM 업체의 평균 12MF PER인 17.6배를 적용했다. 동사는 매출액 100~500억원 규모의 중소형 브랜드를 선제적으로 확보한 뒤 고객사 성장과 함께 수주를 확대하는 전략을 통해 높은 외형 성장을 이어가고 있다. 최근에는 K-뷰티 내 고성장 브랜드들이 주요 고객군으로 부상하면서 고객 기반도 확대되고 있다. 여기에 청주공장 가동과 오창 생산거점 확보 등 증가하는 수요에 대응한 CAPA 투자가 이어지고 있어, 향후에도 글로벌 피어 평균에 준하는 성장성을 유지할 수 있다고 판단한다. 이에 글로벌 OEM/ODM 업체 평균 수준의 멀티플을 적용했다.

표 3. 코스메카코리아 연결실적 추이

내용	금액	비고
12MF 지배주주순이익(십억 원)	85	
Target PER (배)	17.6	글로벌 화장품 ODM 사 평균 12MF PER
기업가치(십억 원)	1,496	
유통주식수	10,680,000	
적정주가 (원)	140,059	
목표주가 (원)	140,000	
현재가 (원)	120,900	
Upside Potential	15.8%	

자료: Bloomberg, 상상인증권

대차대조표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	255.5	331.4	401.8	451.7	508.1
현금 및 현금성자산	53.8	68.9	96.4	107.3	122.9
매출채권	117.5	161.1	194.2	220.3	247.6
재고자산	67.0	78.8	89.8	101.8	114.4
비유동자산	262.5	300.5	348.2	418.1	494.4
관계기업투자등	2.5	2.6	3.8	4.0	4.1
유형자산	196.1	239.5	286.2	355.7	431.6
무형자산	36.3	35.6	35.1	34.5	33.8
자산총계	517.9	631.8	750.0	869.8	1,002.6
유동부채	170.6	249.0	302.4	327.6	353.6
매입채무	55.7	88.1	105.4	119.6	134.4
단기금융부채	90.7	138.0	170.0	180.0	190.0
비유동부채	39.8	46.6	79.2	89.9	101.6
장기금융부채	31.7	34.0	62.9	72.9	83.9
부채총계	210.3	295.6	381.6	417.5	455.1
지배주주지분	218.4	252.7	307.6	391.5	486.6
자본금	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3
자본잉여금	69.0	62.8	47.1	47.1	47.1
이익잉여금	132.3	173.7	244.3	328.3	423.4
비지배주주지분	89.2	83.5	60.8	60.8	60.8
자본총계	307.6	336.2	368.4	452.3	547.4

손익계산서

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	524.3	640.9	846.7	972.8	1,093.8
매출원가	399.8	482.9	647.4	746.1	840.7
매출총이익	124.5	158.1	199.3	226.7	253.1
판매비와 관리비	64.1	74.5	83.8	88.4	95.9
영업이익	60.4	83.5	115.5	138.3	157.2
EBITDA	78.2	100.0	135.7	163.1	187.2
금융손익	6.9	-2.8	1.3	-6.6	-8.2
관계기업등 투자손익	-0.1	-0.2	-0.5	-0.6	-0.6
기타영업외손익	0.5	-2.6	-2.5	0.0	0.0
세전계속사업이익	67.6	77.9	113.8	131.1	148.3
계속사업법인세비용	13.9	20.0	29.2	30.8	34.9
당기순이익	53.7	57.8	84.6	100.3	113.5
지배주주순이익	42.8	45.4	75.1	89.3	101.0
매출총이익률 (%)	23.7	24.7	23.5	23.3	23.1
영업이익률 (%)	11.5	13.0	13.6	14.2	14.4
EBITDA 마진률 (%)	14.9	15.6	16.0	16.8	17.1
세전이익률 (%)	12.9	12.2	13.4	13.5	13.6
지배주주순이익률 (%)	8.2	7.1	8.9	9.2	9.2
ROA (%)	9.0	7.9	10.9	11.0	10.8
ROE (%)	22.1	19.3	26.8	25.5	23.0
ROIC (%)	14.2	15.7	18.6	19.5	18.8

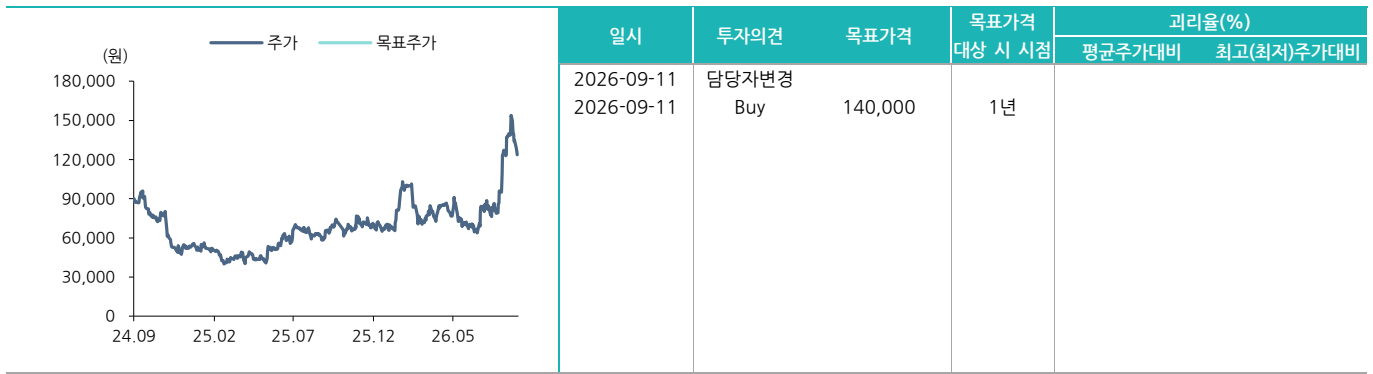
현금흐름표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	69.5	55.0	80.1	91.8	107.7
당기순이익(손실)	53.7	57.8	84.6	100.3	113.5
현금수익비용가감	34.7	46.4	31.5	15.0	18.9
유형자산감가상각비	14.5	15.3	19.1	23.6	28.9
무형자산상각비	3.3	1.2	1.1	1.1	1.1
기타현금수익비용	16.9	29.9	1.9	-9.8	-11.2
운전자본 증감	-2.7	-28.8	-24.6	-23.5	-24.7
매출채권의 감소(증가)	2.1	-41.5	-28.9	-26.1	-27.3
재고자산의 감소(증가)	2.9	-14.4	-10.5	-12.0	-12.6
매입채무의 증가(감소)	-5.6	31.2	14.9	14.1	14.8
기타영업현금흐름	-2.1	-4.2	0.0	0.4	0.5
투자활동 현금흐름	-52.6	-63.8	-62.1	-95.6	-107.2
유형자산 처분(취득)	-48.7	-61.3	-61.0	-93.2	-104.7
무형자산 감소(증가)	-0.4	-0.1	-0.4	-0.5	-0.5
투자자산 감소(증가)	-2.7	-4.7	-1.5	-1.0	-1.0
기타투자활동	-0.9	2.2	0.8	-0.9	-1.0
재무활동 현금흐름	2.0	23.8	7.3	14.7	15.1
차입금의 증가(감소)	3.2	48.2	56.5	20.0	21.0
자본의 증가(감소)	-1.2	-2.3	-4.0	-5.3	-5.9
배당금 지급	1.2	2.3	4.0	5.3	5.9
기타재무활동	0.0	-22.1	-45.3	0.0	0.0
현금의 증감	20.9	15.0	27.5	10.9	15.6
기초현금	32.9	53.8	68.9	96.4	107.3
기말현금	53.8	68.9	96.4	107.3	122.9

주요투자지표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
투자지표 (배)					
P/E	13.8	15.7	17.2	14.5	12.8
P/B	2.7	2.8	4.2	3.3	2.7
EV/EBITDA	8.3	8.0	10.5	8.8	7.7
P/S	1.1	1.1	1.5	1.3	1.2
배당수익률 (%)	0.2	0.6	0.4	0.5	0.5
성장성 (%)					
매출액 증가율	11.4	22.2	32.1	14.9	12.4
영업이익 증가율	22.8	38.4	38.3	19.7	13.7
세전이익 증가율	46.6	15.2	46.1	15.2	13.1
지배주주순이익 증가율	91.8	6.2	65.3	18.8	13.1
EPS 증가율	91.8	6.2	65.3	18.8	13.1
안정성 (%)					
부채비율	68.4	87.9	103.6	92.3	83.1
유동비율	149.8	133.1	132.9	137.9	143.7
순차입금/자기자본	19.8	27.6	35.6	31.0	26.5
영업이익/금융비용	18.9	23.6	16.3	16.3	15.4
총차입금 (십억원)	122.4	172.0	233.0	253.0	274.0
순차입금 (십억원)	60.9	92.7	131.3	140.1	145.3
주당지표 (원)					
EPS	4,007	4,255	7,033	8,358	9,457
BPS	20,450	23,663	28,800	36,658	45,564
SPS	49,094	60,012	79,277	91,082	102,419
DPS	100	370	500	550	600

코스메카코리아 목표주가 추이 및 투자이견 변동내역



Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:송지연)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 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 당사에 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

구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고	구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고
산업 (Industry)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	80.0%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 절대수익률	BUY	92.9%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	20.0%	시가총액 수준 유지			HOLD	7.1%	절대수익률 +15% ~ -15%
		Underweight (비중축소)	0.0%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
		합계 100%					합계 100%		

펄텍코리아 251970

Analyst 송지연 | 화장품

02-3779-3474, jy.song@sangsanginib.com

K-뷰티를 담는 1 등

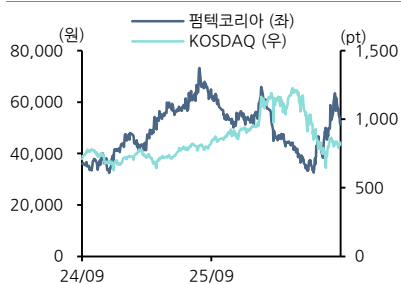
BUY 신규

목표주가 신규	72,000원
증가(26.09.10)	52,400원
상승여력	37.4%

Stock Data

KOSDAQ(09/10)	836.9pt
시가총액	6,498억원
액면가	500원
52 주 최고가	66,000원
52 주 최저가	32,550원
외국인지분율	15.2%
90 일 일평균거래대금	40억원
주요주주지분율	
이도훈 (외 5 인)	60.0%
유동주식비율	40.0%

Stock Price



2Q26 Review: 펄프사업부 병목 해결과 견조한 오더가 이끈 턴어라운드

펄텍코리아 2분기 연결 매출액은 1,186억원(+10.8% YoY), 영업이익은 219억원(+11.4% YoY), OPM 18.5%를 기록했다. 전년 동기 관세 대응 물량에 따른 높은 기저에도 불구하고 성장을 지속했다. 펄프사업부는 사출라인 이전에 따른 생산 차질이 완화된 가운데 국내 big2 고객사의 견조한 오더와 인디브랜드의 고성장세가 지속되며 매출액 881억원(+11.5% YoY)을 기록했다. 부국티엔씨는 매출액 301억원(+15.0% YoY)을 달성했다. 설비 교체 및 증설에 따른 CAPA 확대와 물량 증가에 따른 레버리지 효과가 나타났으며, 펄프사업부보다 판가 인상 효과가 빠르게 반영되며 OPM은 23.5%까지 상승했다.

2026년은 상고하저가 아닌 상저하고!

2026년 실적은 상저하고 흐름을 예상한다. 사출라인 이전에 따른 생산 차질이 해소되는 가운데 6공장은 8월 사출라인, 9월 조립라인 가동을 시작해 각각 9월과 10월부터 실적에 본격 반영될 전망이다. 여기에 판가 인상 효과도 2026년 3분기부터 본격화되고 하반기 중 글로벌 MNC형 신규 프로젝트의 매출 기여도 시작될 예정이다. 하반기로 갈수록 성장세가 높아질 것으로 예상하며, 특히 4분기에는 전년 낮은 기저로 인해 성장 가속화를 전망한다. 중장기 수요 대응을 위한 7공장 부지도 확보했으며 2027년 준공을 계획 중이다.

투자의견 BUY, 목표주가 72,000원으로 커버리지 개시

펄텍코리아에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 72,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 Target PER 15.5배를 적용했다. 동사는 화장품 용기 시장 내 확고한 1위 업체로, K-뷰티 브랜드와 SKU 확대에 따른 수혜가 지속될 전망이다. 주요 브랜드의 판매지역과 채널도 확대된 만큼 수혜 범위 역시 넓어졌다. 이에 2024~2025년 동사가 받았던 12MF PER 상단인 16배 적용은 타당하다고 판단한다.



QR코드로 간편하게

상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	337	48	33	2,637	16.5	7.9	2.0	13.0	1.0
2025	372	57	34	2,778	18.8	8.3	2.2	12.3	0.9
2026E	451	73	56	4,549	11.5	6.0	1.9	17.6	1.3
2027E	510	86	58	4,696	11.2	4.9	1.6	15.7	1.4
2028E	575	99	66	5,332	9.8	4.1	1.4	15.6	1.6

자료 : K-IFRS연결기준, 상상인증권

투자포인트

쉽게 따라오기 어려운 생산 인프라와 프리몰드 경쟁력

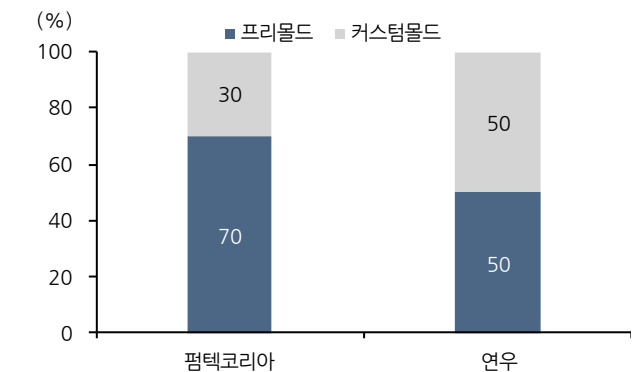
1등의 이유는 분명하다

K-뷰티 산업의 전반적인 성장과 함께 용기 수요가 확대되는 가운데, **펄텍코리아는 대규모 생산 인프라와 높은 프리몰드 비중을 바탕으로 시장 성장을 흡수하고 있다.** 동사는 현재 약 380대의 사출기를 운영하고 있다. 사출기는 크기와 무게로 인해 설치 공간의 제약이 큰 만큼, 경쟁사가 단기간에 이와 같은 규모의 생산시설을 구축하기는 쉽지 않다. 여기에 전체 매출의 약 70%를 차지하는 프리몰드와 자체 금형 개발 역량을 갖춰 신규 브랜드와 SKU 증가에도 유연하게 대응하고 있다. 최대 경쟁사인 연우의 프리몰드 비중이 약 50%인 점을 고려하면 동사의 강점은 더욱 뚜렷하다.

높은 프리몰드 비중은 오랜 기간 축적한 제품 개발 역량의 결과이기도 하다. 자체 아이디어와 특허를 기반으로 다양한 용기를 선제적으로 개발해왔으며, 글로벌 MNC향 공급 레퍼런스도 확보하고 있다. 이를 바탕으로 2023년 연우의 매출액을 넘어선 데 이어, 현재는 주력 펌프사업부만으로도 연우의 전체 매출 규모를 상회하는 수준까지 성장했다.

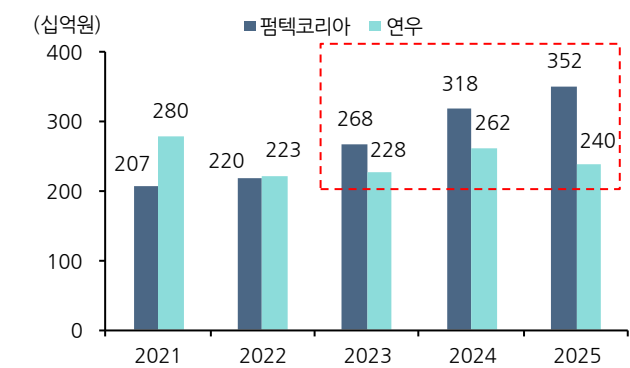
증설을 통해 이 같은 경쟁력은 한층 강화될 것이다. K-뷰티 브랜드 수와 SKU가 빠르게 늘어나는 가운데 글로벌 화장품 업체의 용기 외주화까지 확대되고 있어, 대규모 생산능력과 프리몰드 포트폴리오를 동시에 갖춘 동사로 수요가 집중될 가능성이 높다.

그림 1. 펄텍코리아와 연우의 프리몰드 비중



자료: 언론보도, 상상인증권

그림 2. 2023년을 기점으로 연우 매출액을 넘어선 펄텍코리아



자료: 펄텍코리아, 연우, 상상인증권

주: 펄텍코리아는 펌프사업부와 튜브사업부 별도 합산 기준

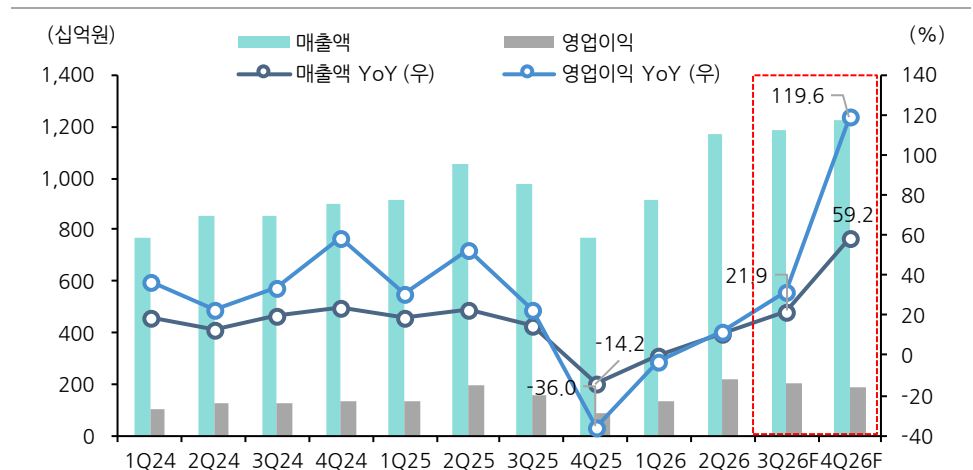
낮은 기저에 정상화까지

4Q26 영업이익 세자릿수 성장 전망 2023년 K컬처 붐 이후 매분기 전년 동기 대비 성장을 이어왔으나, 2025년 4분기에서 2026년 1분기까지의 성장세가 둔화되며 주가에도 부담으로 작용했다. 다만 이는 수요 부족이 아닌 생산 과정의 병목 영향이 컸기 때문이다. 1~5공장에 분산돼있던 사출라인을 4공장으로 이전하는 과정에서 생산 차질이 발생했고, 상대적으로 단가가 낮은 스포이드 물량까지 늘면서 수익성도 악화됐다.

하반기에는 전년의 낮은 기저와 생산 정상화가 맞물리며 성장률이 재차 높아질 것이다. 특히 4분기에는 매출액과 영업이익이 전년동기대비 각각 +59.2%, +119.6% 성장할 전망이다. 6공장은 9월 준공 예정이며, 일부 사출라인은 8월부터 가동을 시작했다. 사출은 9월, 조립라인은 10월부터 실적에 본격 반영되면서 지난해 생산 차질로 대응하지 못했던 물량까지 소화할 수 있을 것으로 보인다. 중장기 수요 대응을 위해 7공장 부지도 확보했으며, 2027년 준공을 계획하고 있다. 세부 설비와 CAPA는 아직 확정되지 않았다.

수익성 역시 개선될 여지가 크다. 스포이드 물량 증가는 하반기에도 이어지겠지만, 대량발주에 따른 생산 효율 개선과 스포이드 일부 공정 내재화에 따른 매입액 감소로 이전과 같은 마진 부담은 완화될 것으로 본다. 여기에 전체 생산량 확대에 따른 영업 레버리지가 더해지면서 하반기 이익 성장률은 매출 성장률을 상회할 것으로 전망한다.

그림 3. 펄텍코리아 분기별 연결 실적 추이 및 전망



자료: 펄텍코리아, 상상인증권

표 1. 펄텍코리아 공장 증설 타임라인

날짜	내용
2023.09	5 공장 취득
2025.11	4 공장 준공 및 사출라인 통합
2026.08	6 공장 사출 일부 가동
2026.09	6 공장 준공, 조립라인 가동 예정
2027E	7 공장 준공 계획

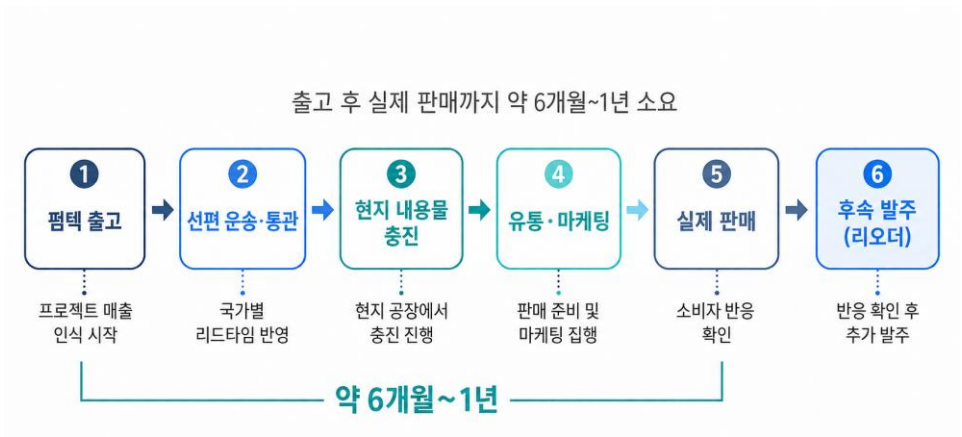
자료: 펄텍코리아, 언론보도, 상상인증권

추가 실적 상향 여지도 존재

MNC향 리오더가 추가 업사이드

한편 하반기에 글로벌 MNC향 신규 프로젝트의 매출 기여도 예상된다. 다만 현시점에서 리오더 시점과 규모를 추정하기는 이르다. 해당 제품은 동사 출고 이후 현지 운송·통관, 내용물 충전, 유통 및 마케팅을 거쳐 실제 판매까지 약 6개월~1년이 소요되며 이후 소비자 반응에 따라 후속 발주가 결정되기 때문이다. 현재 추정에는 리오더를 반영하지 않은 만큼, 향후 후속 발주 발생 시 추가적인 실적 상향 가능성도 열려있다.

그림 4. 글로벌 MNC향 제품 출고 이후 타임라인



자료: 상상인증권

기업개요

펌프·튜브 중심의
안정적인 사업 포트폴리오

펌프부터 튜브까지

2001년 설립된 펄텍코리아는 화장품 용기 제조 업체로 2019년 7월 코스닥시장에 상장했다. 같은 해 10월 튜브 용기 제조업체 부국티엔씨를 연결회사로 편입하면서 펄프·스틱·컴팩트부터 튜브까지 제품군을 확대했다. 이후 2021년 건강기능식품 및 식품 유통업체 잘론네추럴(현 피에이치비코리아)을 연결회사로 편입하며 건식사업에 진출했다. 주력 화장품 용기 사업은 인천을 중심으로 1~6공장을 운영하고 있으며, 2024년 9월 북미 뉴욕 영업사무소를 개소했다.

2025년 연결 매출은 펄프사업부 74.6%, 튜브사업부 23.4%, 건식사업부 2.0%로 구성된다. 주력인 펄프사업부는 펄프 및 용기류가 52.6%로 가장 큰 비중을 차지하며, 컴팩트류 20.9%, 스틱류 19.8% 등이 뒤를 잇는다. 튜브사업부는 자회사 부국티엔씨를 통해 영위하고 있다.

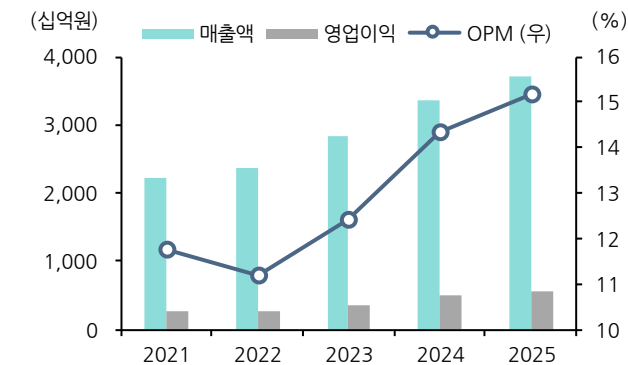
고객사는 국내 화장품 브랜드를 중심으로 구성되어 있다. 2025년 펄프사업부 기준 Big2 비중은 14.3%이며, 국내 기타 고객사가 59.9%를 차지한다. 해외 매출은 일본 3.9%, 일본을 제외한 기타 해외 21.8% 수준이다.

표 2. 펄텍코리아 연혁

날짜	내용
2001.08	펄텍코리아 설립
2016.10	제 3 공장 준공
2019.07	코스닥 상장
2019.10	부국티엔씨 지분 추가 인수 및 연결회사 편입
2019.11	제 2 공장 준공
2021.01	잘론네추럴 지분인수 및 연결회사 편입
2023.09	제 5 공장 건물 취득
2024.09	북미 뉴욕 영업사무소 개소
2025.11	제 4 공장 준공
2026.09	제 6 공장 본격 가동 예정

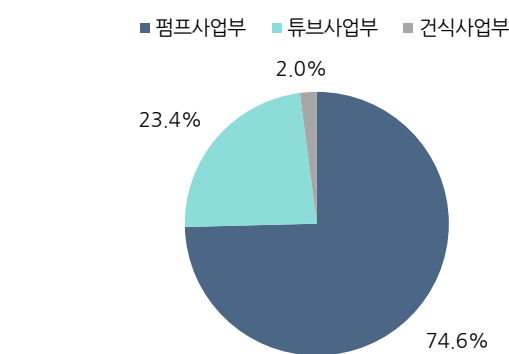
자료: 펄텍코리아, 언론보도, 상상인증권

그림 5. 펄텍코리아 연결 실적 추이



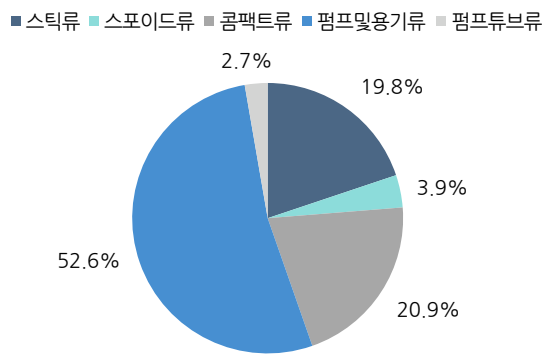
자료: 펄텍코리아, 상상인증권

그림 6. 2025년 사업부별 매출 비중



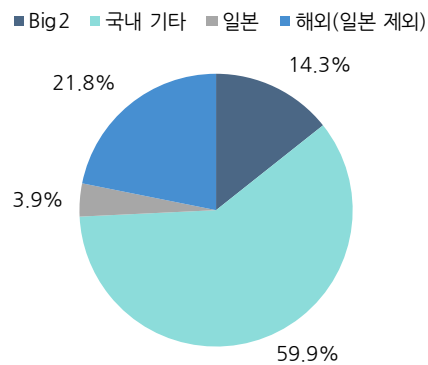
자료: 펄텍코리아, 상상인증권

그림 7. 2025년 펄프사업부 카테고리별 매출 비중



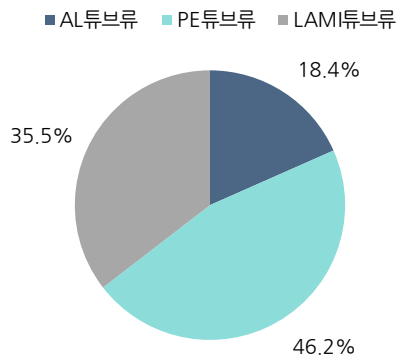
자료: 펄텍코리아, 상상인증권

그림 8. 2025년 펄프사업부 고객사별 매출 비중



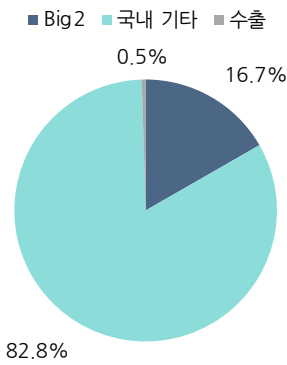
자료: 펄텍코리아, 상상인증권

그림 9. 2025년 튜브사업부 카테고리별 매출 비중



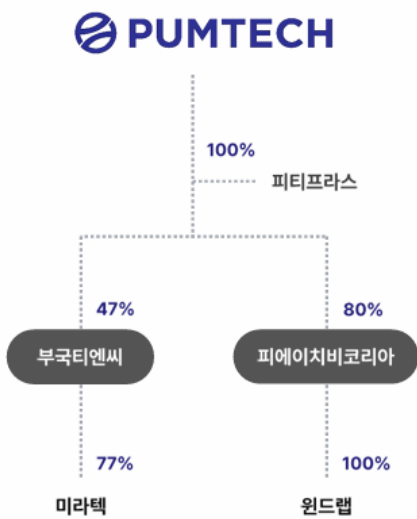
자료: 펄텍코리아, 상상인증권

그림 10. 2025년 튜브사업부 고객사별 매출 비중



자료: 펄텍코리아, 상상인증권

그림 11. 펄텍코리아 지배구조



자료: 펄텍코리아, 상상인증권

실적전망 및 밸류에이션

실적전망

생산 정상화와
레버리지 효과 본격화

2026년 연결 매출액 4,505억원(+21.1% YoY), 영업이익 730억원(+29.3% YoY), OPM 16.2%를 전망한다. 2026년 1분기까지 영향을 미쳤던 4공장 사출라인 이전에 따른 생산 차질이 점차 해소되며 하반기 외형 성장이 재차 확대될 전망이다.

주력 펌프사업부의 2026년 매출액은 3,470억원(+23.4% YoY)으로 추정한다. 국내 big2 고객사의 오더 흐름이 견조한 가운데, 인디브랜드를 중심으로 국내 기타 고객사의 높은 성장세가 이어질 전망이다. 원재료 가격 상승에 대응해 4월부터 고객사와 판가 조정을 진행했으며, 원재료 가격 상승분에 대응하는 수준의 인상이 이루어진 것으로 파악된다. 다만 리드타임 약 2개월이 소요되는 만큼 4~5월에는 판가 인상 효과가 거의 반영되지 않았으며, 6월부터 반영되기 시작했다. 하반기에는 스포이드 물량 증가에도 생산 효율 개선과 판가 인상, 영업레버리지 효과로 펌프사업부 수익성 개선을 예상한다.

튜브사업부의 2026년 매출액은 1,080억원(+23.3% YoY)으로 전망한다. 설비 교체 및 업그레이드에 따른 생산성 개선으로 2분기에는 OPM 23.5%를 기록했다. 하반기에는 계절성으로 수익성이 일부 둔화될 수 있으나, 전년 동기 대비로는 높은 마진 수준을 이어갈 전망이다. 건식사업부의 경우 실적 부진이 이어지고 있어 보수적인 가정을 적용했다.

표 3. 실적 테이블

분기		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액 (십억원)	TOTAL	92	105	98	77	92	117	119	123	372	451	510
	펌프사업부	70	79	75	57	68	88	93	98	281	347	389
	튜브사업부	21	26	22	19	24	30	28	27	88	108	127
	건식사업부	2	2	2	1	1	1	1	1	8	3	2
	연결조정 및 기타	(1)	(2)	(1)	(1)	(1)	(2)	(2)	(2)	(5)	(8)	(9)
yoy %	TOTAL	19.3	23.3	14.6	(14.2)	0.0	10.8	21.9	59.2	10.2	21.1	13.2
	펌프사업부	21.6	26.1	16.4	(17.2)	(2.2)	11.5	23.9	70.1	10.8	23.4	12.3
	튜브사업부	17.4	23.2	12.7	(3.2)	14.4	15.0	26.6	40.8	12.6	23.3	17.0
	건식사업부	(4.8)	(25.0)	(17.3)	(30.9)	(51.5)	(56.8)	(56.8)	(56.8)	(19.3)	(55.2)	(31.4)
	연결조정 및 기타	82.1	70.8	15.9	(39.2)	23.2	28.8	121.4	221.4	24.2	78.4	6.5
Sales portion %	펌프사업부	75.9	75.0	76.7	74.4	74.2	75.4	77.9	79.5	75.5	76.9	76.3
	튜브사업부	22.9	24.8	22.3	24.6	26.2	25.7	23.2	21.8	23.6	24.1	24.9
	건식사업부	2.5	1.8	2.0	1.9	1.2	0.7	0.7	0.5	2.1	0.8	0.5
영업이익 (십억원)		13	19	15	8	13	22	20	18	57	73	86
yoy %		31.3	52.6	23.3	(36.0)	(3.5)	11.4	31.5	119.6	16.8	29.3	18.2
OPM (%)		14.6	18.4	15.7	10.8	14.1	18.5	16.9	14.9	15.2	16.2	16.9
yoy %p		1.3	3.5	1.1	(3.7)	(0.5)	0.1	1.2	4.1	0.9	1.0	0.7

자료: 상상인증권

밸류에이션

K뷰티 확장의 수혜,
다시 상단으로

펄텍코리아에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 72,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 Target PER 15.5배를 적용해 산출했다. 당사는 국내 상장사 중 화장품 용기를 주력으로 하는 유일한 업체로 비교 가능한 업체가 제한적이다. 이에 인디브랜드의 글로벌 확장이 본격화된 2024~2025년 밸류에이션을 기준으로 Target PER을 산정했다. 동사의 PER은 과거 10~12배 수준에서 2025년 16배 이상까지 상승했으며, 현재는 브랜드와 판매 지역 및 채널이 당시보다 확대된 만큼 15.5배 적용이 가능하다고 판단한다.

표 4. 펄텍코리아 목표주가 산정 테이블

내용	금액	비고
12MF 지배주주순이익(십억원)	58	
Target PER (배)	15.5	2024~2025년 12MF PER 상단 적용
기업가치(십억원)	896	
유통주식수	12,398,386	
적정주가 (원)	72,297	
목표주가 (원)	72,000	
현재가 (원)	52,400	
Upside Potential	37.4%	

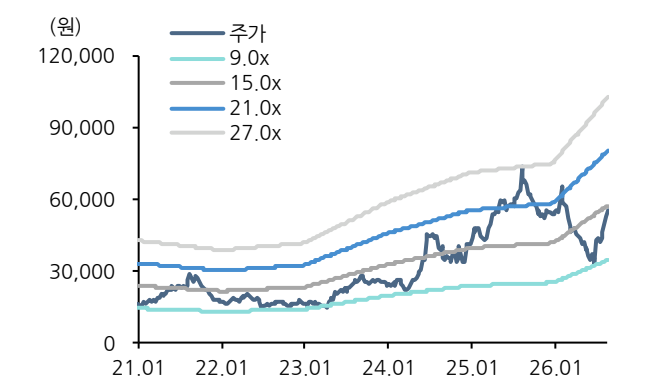
자료: Quantwise, 상상인증권

그림 12. 펄텍코리아 시가총액 추이



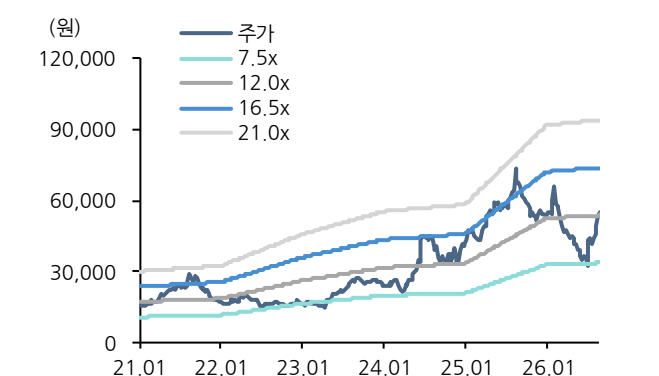
자료: Quantwise, 상상인증권

그림 13. 펄텍코리아 12M Trailing PER



자료: Quantwise, 상상인증권

그림 14. 펄텍코리아 12M Forward PER



자료: Quantwise, 상상인증권

대차대조표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	196.2	213.7	273.9	298.8	339.2
현금 및 현금성자산	32.4	43.9	97.8	110.1	134.5
매출채권	48.2	46.5	53.8	59.8	67.1
재고자산	20.4	17.1	21.5	23.9	28.5
비유동자산	211.4	241.6	261.3	293.9	319.2
관계기업투자등	0.8	0.7	0.7	0.7	0.8
유형자산	179.1	212.9	227.9	259.7	284.1
무형자산	7.6	3.5	3.0	2.6	2.3
자산총계	407.6	455.3	535.2	592.6	658.4
유동부채	76.8	80.6	101.2	107.9	115.6
매입채무	45.8	41.4	55.2	58.4	60.4
단기금융부채	22.8	30.6	34.4	37.5	42.7
비유동부채	10.1	19.4	21.8	23.0	24.3
장기금융부채	7.7	18.8	19.7	20.8	22.0
부채총계	86.9	100.0	123.0	130.9	139.9
지배주주지분	265.4	294.5	345.2	394.7	451.5
자본금	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2
자본잉여금	56.6	56.3	56.3	56.3	56.3
이익잉여금	202.9	232.3	283.1	332.6	389.4
비지배주주지분	55.2	60.8	67.0	67.0	67.0
자본총계	320.6	355.3	412.2	461.7	518.5

손익계산서

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	337.5	372.0	450.5	510.1	575.2
매출원가	261.7	288.1	336.5	376.6	426.8
매출총이익	75.8	83.9	114.0	133.6	148.4
판매비와 관리비	27.4	27.4	41.0	47.2	48.9
영업이익	48.4	56.5	73.0	86.3	99.4
EBITDA	61.5	70.4	89.5	107.0	123.0
금융손익	4.4	2.6	3.9	4.2	4.4
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-4.7	-5.5	13.6	0.0	0.0
세전계속사업이익	48.1	53.6	90.5	90.5	103.8
계속사업법인세비용	9.8	13.6	20.9	22.9	26.3
당기순이익	38.3	40.1	69.6	67.6	77.6
지배주주순이익	32.7	34.4	56.4	58.2	66.1
매출총이익률 (%)	22.5	22.6	25.3	26.2	25.8
영업이익률 (%)	14.3	15.2	16.2	16.9	17.3
EBITDA 마진률 (%)	18.2	18.9	19.9	21.0	21.4
세전이익률 (%)	14.3	14.4	20.1	17.7	18.1
지배주주순이익률 (%)	9.7	9.3	12.5	11.4	11.5
ROA (%)	8.6	8.0	11.4	10.3	10.6
ROE (%)	13.0	12.3	17.6	15.7	15.6
ROIC (%)	15.9	15.0	18.9	20.1	20.8

현금흐름표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	58.2	61.2	62.7	72.8	79.0
당기순이익(손실)	38.3	40.1	69.6	67.6	77.6
현금수익비용가감	27.0	35.5	4.1	11.4	12.1
유형자산감가상각비	11.6	13.0	15.7	19.9	22.8
무형자산상각비	1.4	0.9	0.8	0.8	0.7
기타현금수익비용	13.9	21.6	-33.9	-9.3	-11.4
운전자본 증감	-2.0	-2.9	-8.1	-6.2	-10.7
매출채권의 감소(증가)	-0.8	1.4	-6.7	-6.0	-7.2
재고자산의 감소(증가)	-5.0	2.5	-4.3	-2.4	-4.6
매입채무의 증가(감소)	8.1	-2.4	8.6	3.2	2.0
기타영업현금흐름	-4.4	-4.4	-5.6	-0.9	-1.0
투자활동 현금흐름	-54.9	-61.8	-13.4	-56.0	-51.7
유형자산 취득(취득)	-48.8	-47.1	-19.8	-51.7	-47.2
무형자산 감소(증가)	-0.3	-1.8	-0.4	-0.4	-0.4
투자자산 감소(증가)	-3.9	-10.5	12.2	-2.7	-2.8
기타투자활동	-1.9	-2.4	-5.5	-1.2	-1.3
재무활동 현금흐름	2.5	12.0	4.5	-4.5	-2.9
차입금의 증가(감소)	7.3	17.5	4.4	4.2	6.4
자본의 증가(감소)	-4.8	-5.2	-5.7	-8.7	-9.3
배당금 지급	4.7	5.2	5.6	8.7	9.3
기타재무활동	-0.1	-0.3	5.8	0.0	0.0
현금의 증감	6.1	11.4	53.9	12.3	24.4
기초현금	26.3	32.4	43.9	97.8	110.1
기말현금	32.4	43.9	97.8	110.1	134.5

주요투자지표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
투자지표 (배)					
P/E	16.5	18.8	11.5	11.2	9.8
P/B	2.0	2.2	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	7.9	8.3	6.0	4.9	4.1
P/S	1.6	1.7	1.4	1.3	1.1
배당수익률 (%)	1.0	0.9	1.3	1.4	1.6
성장성 (%)					
매출액 증가율	18.6	10.2	21.1	13.2	12.8
영업이익 증가율	37.1	16.8	29.2	18.2	15.2
세전이익 증가율	28.5	11.4	68.7	0.0	14.8
지배주주순이익 증가율	21.2	5.3	63.7	3.2	13.5
EPS 증가율	21.2	5.3	63.8	3.2	13.5
안정성 (%)					
부채비율	27.1	28.1	29.8	28.4	27.0
유동비율	255.3	265.2	270.8	276.9	293.4
순차입금/자기자본	-16.2	-17.0	-26.7	-26.2	-27.3
영업이익/금융비용	55.6	65.4	56.7	49.3	46.7
총차입금 (십억원)	30.5	49.4	54.2	58.4	64.8
순차입금 (십억원)	-52.1	-60.3	-110.1	-121.0	-141.8
주당지표 (원)					
EPS	2,637	2,778	4,549	4,696	5,332
BPS	21,406	23,750	27,835	31,831	36,412
SPS	27,216	29,997	36,331	41,139	46,385
DPS	420	450	700	750	850

펄텍코리아 목표주가 추이 및 투자의견 변동내역



Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:송지연)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 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 당사에 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

구분	투자기준 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고	구분	투자기준 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고
산업 (Industry)	투자등급 3단계 향후 12개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	80.0%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	투자등급 3단계 향후 12개월 절대수익률	BUY	92.9%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	20.0%	시가총액 수준 유지			HOLD	7.1%	절대수익률 +15% ~ -15%
		Underweight (비중축소)	0.0%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
		합계 100%					합계 100%		

실리콘투 257720

Analyst 송지연 | 화장품

02-3779-3474, jy.song@sangsanginib.com

이번 역은 유럽입니다

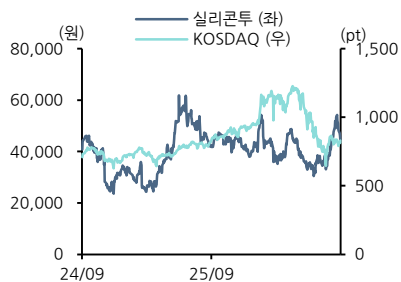
BUY 신규

목표주가 신규	58,000원
종가(26.09.10)	43,550원
상승여력	33.2%

Stock Data

KOSDAQ(09/10)	836.9pt
시가총액	28,558억원
액면가	500원
52 주 최고가	54,200원
52 주 최저가	30,400원
외국인지분율	13.2%
90 일 일평균거래대금	452억원
주요주주지분율	
김성운 (외 15 인)	43.4%
유동주식비율	56.4%

Stock Price



2Q26 Review: 유럽과 북미가 성장 견인

실리콘투의 2026년 2분기 매출액은 4,026억원(+51.8% YoY), 영업이익 830억원(+59.0% YoY)을 기록하며 분기 최대 실적을 경신했다. 유럽 매출액은 1,734억원(+61.6% YoY)으로 고성장을 이어갔으며, 북미 역시 오프라인 리테일러향 판매 확대로 873억원(+78.3% YoY)을 기록했다. 중남미는 멕시코 법인 가동과 신규 거래처 확보에 힘입어 75.5% 성장했다. 우호적인 환율과 지역·채널 믹스 개선으로 GPM은 32.0%까지 상승했으며, 운반비 부담에도 비용 효율화와 영업 레버리지 효과로 OPM은 20.6%를 기록했다.

시장을 앞서는 성장

K-뷰티의 판매 지역과 오프라인 유통 채널이 확대되는 가운데, 동사는 선제적으로 구축한 현지 법인과 물류 거점을 기반으로 신규 거래처를 확보하고 기존 리테일러 내 취급 브랜드와 SKU를 늘리며 시장보다 빠른 성장을 이어갈 전망이다. 특히 유럽은 국가가 많고 언어와 유통 채널이 달라 개별 브랜드의 직접 대응 부담이 큰 시장으로, 수출 전문 벤더의 역할이 중요하다. 동사는 이러한 시장 특성을 바탕으로 Boots와 Superdrug 등 대형 리테일러향 판매를 확대하고 있어 유럽 내 선점 효과가 지속될 것으로 예상된다.

투자 의견 BUY, 목표주가 58,000원으로 커버리지 개시

실리콘투에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 58,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 Target PER 13.0배를 적용했다. Target PER은 동사의 12MF PER 밴드 중단 수준으로, 높은 이익 성장성을 반영하는 동시에 신규 수출 벤더의 진입으로 과거와 같은 희소성 프리미엄을 기대하기 어렵다는 점을 고려했다. 경쟁 구도가 확대되는 과정에서 선제적으로 구축한 해외 법인과 물류 인프라, 브랜드 및 리테일러 네트워크를 바탕으로 시장 성장률을 상회하는 실적 증가세가 지속될 것으로 판단한다.



QR코드로 간편하게

상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	692	138	121	1,983	16.5	14.4	7.6	60.9	0.0
2025	1,116	205	169	2,734	14.1	11.3	5.5	46.9	0.8
2026E	1,621	303	247	3,763	11.6	8.8	3.6	39.2	1.1
2027E	2,113	388	306	4,670	9.3	6.6	2.6	32.6	1.2
2028E	2,582	468	370	5,649	7.7	5.2	2.0	29.7	1.4

자료 : K-IFRS연결기준, 상상인증권

투자포인트

선제적으로 구축한 유통망이 성장 격차를 만든다

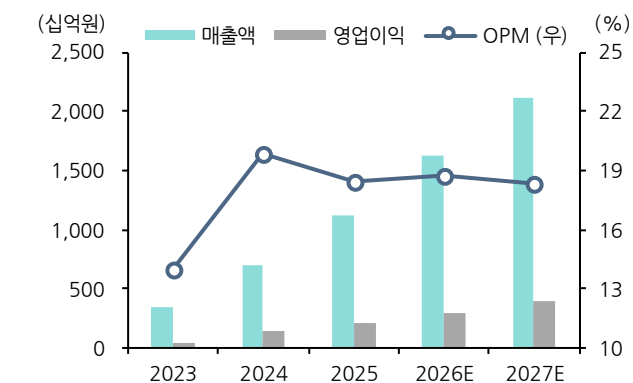
시장보다 빠르게 커지는 유통망

실리콘투는 K-뷰티 시장 확대 이상의 성장을 이어갈 것으로 전망한다. 브랜드의 해외 진출이 늘어날수록, 신규 국가와 거래처가 추가되는 동시에 기존 리테일리의 취급 브랜드와 SKU도 확대되기 때문이다. 최근 K-뷰티의 성장이 북미 온라인을 넘어 유럽과 글로벌 오프라인으로 확산되면서 동사가 선제적으로 구축한 현지 유통망의 활용도도 높아지고 있다. 신규 지역과 기존 기존 거래처에서의 성장이 동시에 나타날 전망이다.

지역별 성장도 이를 뒷받침한다. 2026년 2분기 유럽 매출액은 1,734억원(+61.6% YoY), 북미는 873억원(+78.3% YoY)을 기록했으며, 중남미도 멕시코 법인 가동과 신규 거래처 확보에 힘입어 +75.5% 성장했다. 유럽의 고성장이 지속되는 가운데 북미가 다시 주요 성장 지역으로 부상하고 있으며, 중남미에서도 신규 거점과 거래처가 추가되고 있다. 이에 따라 2026년 매출액은 1조 6,211억원(+45.2% YoY), 2027년은 2조 1,127억원(+30.3% YoY)으로 고성장을 이어갈 것으로 추정한다.

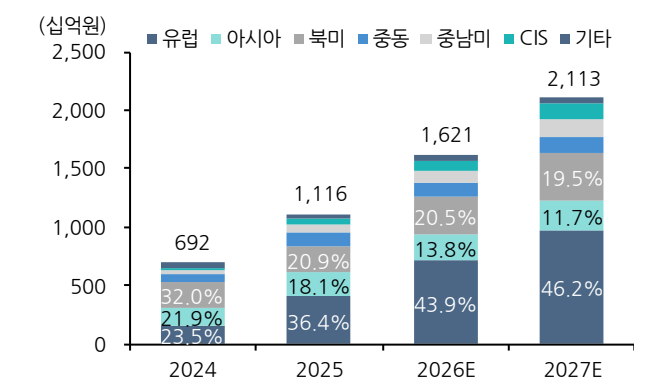
현지 물류 인프라는 외형 확대 과정에서 수익성 방어에도 기여할 전망이다. 현지 재고를 기반으로 리테일리의 납기 요구에 대응할 수 있으며, 거래 규모가 커질수록 물류센터의 고정비 부담이 낮아지고 해상운송 활용도도 높아질 수 있다. 최근에는 국내 물류 처리능력 확대를 위해 550억원 규모의 용인 물류센터 취득도 결정했다. 지역 확장을 위한 선투자가 이어지는 가운데서도 물량 증가에 따른 비용 레버리지가 나타날 것으로 예상된다.

그림 1. 실리콘투 실적 전망



자료: 실리콘투, 상상인증권

그림 2. 실리콘투 지역별 매출액 추이 및 전망



자료: 실리콘투, 상상인증권

그림 3. 실리콘투 해외 법인별 물류창고 현황



자료: 실리콘투, 상상인증권

Douglas 최대주주
CVC의 전략적 투자

글로벌 뷰티 유통 시장에 대한 이해도가 높은 투자자의 자본 유입도 긍정적이다. 당사는 2026년 8월 CVC Capital Partners를 대상으로 3,000억원 규모의 상환전환주식 발행을 결정했다. CVC는 유럽 주요 뷰티 리테일러 Douglas의 최대주주로, 2026년 3월말 기준 57.7% 의 지분을 보유하고 있다. 이번 투자는 동사의 K-뷰티 유통 플랫폼과 해외 확장 가능성에 대한 평가가 반영된 것으로 판단한다. 조달 자금은 글로벌 인프라 확충과 시장점유율 확대에 활용될 예정으로, **신규 지역 진출과 현지 물류 거점 확대를 위한 투자 여력도 높아질 전망이다.**

표 1. 실리콘투 유상증자 개요

구분	주요 내용
투자자	CVC Capital Partners
투자 규모	3,000 억원
발행 증권	상환전환주식(RCS)
발행 주식수 / 가격	666.7 만주 / 주당 45,000 원
납입 예정일	2026-09-15
전환 가능 시점	2027-09-15 이후
잠재 지분율	9.23%
투자 목적	글로벌 인프라 확충 및 시장점유율 확대

자료: 실리콘투, 상상인증권

유럽에는 수출 벤더가 필요하다

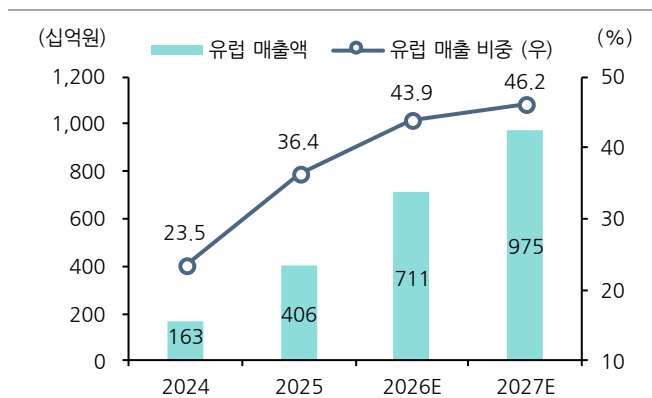
유럽에서 더 강한 이유

유럽은 실리콘투와 같은 전문 수출 벤더의 역할이 특히 중요한 시장이다. 다수의 국가로 시장이 나뉘어 있고 국가별 언어와 유통 채널도 달라, 개별 브랜드가 각 지역의 거래처를 직접 발굴하고 재고와 물류를 관리하기에는 부담이 크다. 주요 국가와 대형 리테일러는 브랜드가 직접 거래하더라도, 그 외 국가와 중소형 거래처까지 직거래로 전환하기에는 효율성이 낮다. K-뷰티의 유럽 진출 국가와 판매 채널이 늘어날수록 여러 시장과 거래처를 연결하는 수출 전문 벤더의 필요성도 높아질 것으로 판단한다.

동사는 유럽에서 현지 법인과 물류 거점을 선제적으로 구축하고 대형 리테일러와의 거래를 확대하고 있다. 영국에서는 Boots와 Superdrug 등 리테일러향 매출이 성장하고 있으며, 유럽 내 매출 규모도 영국이 가장 크고 독일이 뒤를 잇는다. 미국과 유럽 모두 현지 벤더보다 대형 리테일러향 매출 비중이 확대되는 추세다. 2026년 2분기 유럽 매출액은 1,734억원(+61.6% YoY)을 기록하며 전년 높은 기저에도 고성장을 지속했다.

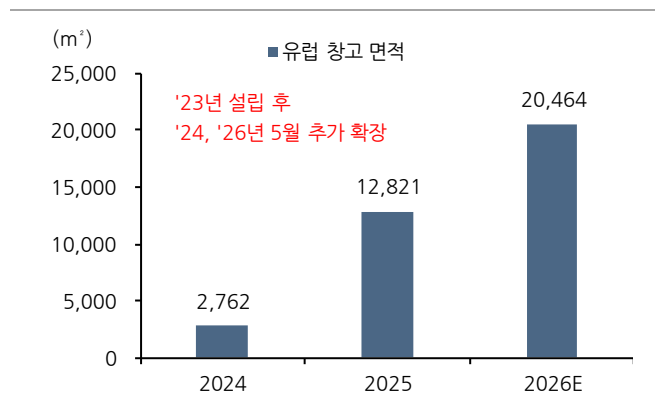
유럽 매출액은 2025년 4,059억원에서 2026년 7,109억원(+75.2% YoY), 2027년 9,754억원(+37.2% YoY)으로 증가할 것으로 추정한다. 국가별 시장이 분절된 유럽의 특성과 선제적으로 구축한 현지 유통망을 바탕으로, 경쟁 사업자의 진입에도 실리콘투의 유럽 내 선점 효과가 지속될 것으로 예상한다.

그림 4. 실리콘투 유럽 매출액 및 비중 전망



자료: 실리콘투, 상상인증권

그림 5. 유럽 물류 인프라 확대



자료: 실리콘투, 상상인증권

기업개요

K-뷰티를 세계로 연결하는 유통 플랫폼

2002년 설립된 실리콘투는 K-뷰티 브랜드를 해외 소비자와 유통사에 연결하는 화장품 유통 기업이다. 다수의 국내 화장품 브랜드를 직매입한 뒤 해외 리테일러와 유통사, 개인 소비자에게 판매하며, 현지 법인과 물류센터를 기반으로 재고·배송·판매를 관리하고 있다. 자사 온라인 플랫폼 'StyleKorean'을 운영하고 있으며, 미국과 유럽을 비롯해 중동·중남미·아시아 등으로 판매 지역을 확대해 왔다. 2021년 9월 코스닥 시장에 상장했다.

사업부문은 CA(Corporate Account), PA(Personal Account), 풀필먼트로 구성된다. CA는 해외 K-뷰티 사업자와 리테일러를 대상으로 제품을 공급하는 B2B 사업으로 전사 매출의 대부분을 차지한다. PA는 StyleKorean 등 자체 플랫폼을 통해 해외 개인 소비자에게 제품을 판매하는 B2C 사업이며, 풀필먼트는 브랜드의 해외 오픈마켓 및 자사몰 운영, 물류 대행, 3PL 등의 서비스를 제공한다. 동사는 브랜드 제품을 직접 매입하고 다품종 재고를 운영하는 한편, 해외 바이어를 대상으로 판매 및 마케팅을 지원하는 구조다.

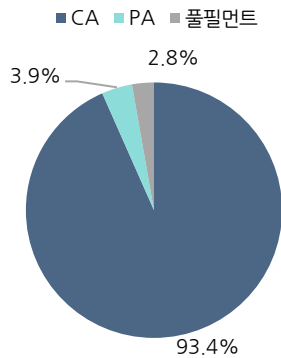
해외 사업에서는 현지화된 물류와 영업 인프라를 구축하는 전략을 사용한다. 주요 지역에 재고를 배치해 현지 주문에 대응하고, 국가별 언어와 결제 방식 및 인증 등에 맞춰 판매 체계를 운영하고 있다. 이러한 구조를 바탕으로 브랜드는 자체 해외 인프라를 직접 구축하지 않고도 판매 지역을 넓힐 수 있으며, 해외 유통사는 여러 K-뷰티 브랜드를 한번에 조달할 수 있다.

표 2. 실리콘투 연혁

날짜	내용
2002	실리콘투 설립, 반도체 유통 사업 시작
2012	반도체 유통 사업 철수 및 K-뷰티 해외 유통 사업 진출
2021.09	코스닥 시장 상장
2022.03	일본 합작법인 SILICON2 JAPAN 설립
2022.05	말레이시아 법인 STYLEKOREAN MY 설립
2023.01	폴란드 법인 SKO 설립
2023.03	네덜란드 법인 STYLEKOREAN EU 설립
2023.07	러시아 법인 Moida 설립
2023.12	캐나다 K-뷰티 유통사 Sukoshi Mart Holdings 지분 투자
2024.06	영국 및 싱가포르 현지 법인 설립
2024.07	프랑스 법인 STYLEKOREAN FR 설립
2025.02	두바이 STYLEKOREAN MIDDLE EAST TRADING FZE 설립
2025.04	두바이 현지 법인 추가 설립 및 멕시코 법인 STYLEKOREAN MX 설립
2025.06	이탈리아 법인 STYLEKOREAN ITALY 설립
2025.10	독일 법인 MOIDA Germany 설립
2025.12	스페인 및 포르투갈 현지 법인 설립

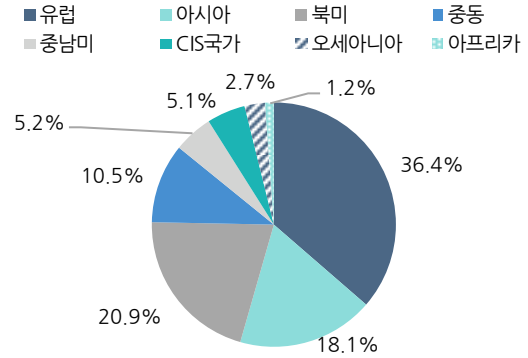
자료: 실리콘투, 상상인증권

그림 6. 2025년 실리콘투 사업부별 매출 비중



자료: 실리콘투, 상상인증권

그림 7. 2025년 실리콘투 권역별 매출 비중



자료: 실리콘투, 상상인증권

그림 8. 실리콘투 주요 고객사 순위

No.	2022	2023	2024	2025	2Q2026
1	COSRX	BEAUTY JOSEON	BEAUTY JOSEON	BEAUTY JOSEON	medicube
2	SOME BY MI	COSRX	Anua	medicube	BEAUTY JOSEON
3	Pyunkang Yul	Pyunkang Yul	COSRX	Anua	Dr. Althea
4	heimish	heimish	R2UND LAB	Dr. Althea	Biodance
5	heimish	SOME BY MI	TOCOBO	Biodance	Anua
6	Bt	Anua	TIRTIR	SKIN1004	COSRX
7	ETUDE	rom&nd	SKIN1004	R2UND LAB	R2UND LAB
8	rom&nd	TOCOBO	Pyunkang Yul	TOCOBO	SKIN1004
9	innisfree	R2UND LAB	heimish	COSRX	celimax
10	MIGUHARA	SKIN1004	numbuz:n	d'Alba	TOCOBO

자료: 실리콘투, 상상인증권

실적전망 및 밸류에이션

실적전망

성장 지속, 수익성은 정상화

2026년 매출액은 1조 6,211억원(+45.2% YoY), 영업이익은 3,030억원(+47.5% YoY)을 달성할 것으로 전망한다. 하반기에도 유럽과 북미가 외형 성장을 주도할 것으로 예상된다. 유럽은 기존 리테일러의 주문 확대와 신규 거래처 확보가 이어지며 2026년 매출액이 7,109억원(+75.2% YoY)으로 증가할 것이다. 북미 역시 대형 유통채널향 판매 확대를 바탕으로 3,319억원(+42.4% YoY)을 기록할 것으로 보인다. 중남미는 멕시코 법인 가동과 신규 거래처 확보에 힘입어 981억원(+69.2% YoY)까지 성장할 전망이다. CIS는 962억원(+69.1% YoY)으로 높은 증가세를 이어갈 것으로 보인다. 반면 중동은 상반기 물류 차질의 영향으로 1,095억원(-6.8% YoY)을 예상한다.

수익성은 2026년 2분기 대비 소폭 낮아질 것이다. 2분기 GPM은 우호적인 환율과 지역·채널 믹스 개선으로 32.0%까지 상승했으나, 하반기에는 관련 효과가 일부 축소되면서 연간 GPM은 31.0%를 기록할 전망이다. 해외 물류 거점 확대에 따른 비용에도 매출 증가에 따른 고정비 레버리지와 해상운송 비중 확대가 판관비 부담을 일부 상쇄할 것으로 예상된다. 2026년 OPM은 18.7%로 추정한다.

표 3. 실적전망 Table

		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액(십억원)	TOTAL	246	265	299	306	347	403	445	427	1,116	1,621	2,113
	유럽	81	107	102	115	162	173	191	185	406	711	975
	아시아	53	45	53	52	44	58	62	60	202	224	247
	북미	45	49	73	66	64	87	96	85	233	332	412
	중동	32	28	31	27	25	26	28	30	118	109	142
	중남미	12	14	15	16	18	24	27	29	58	98	142
	CIS	12	13	15	17	22	22	28	24	57	96	136
	기타	10	10	11	12	11	12	13	14	43	50	59
yoy %	TOTAL	63.9	46.3	60.4	76.3	41.1	51.8	48.6	39.6	61.4	45.2	30.3
	유럽	187.3	141.7	137.5	145.0	99.0	61.6	87.5	60.0	149.5	75.2	37.2
	아시아	42.6	19.5	50.0	23.5	(16.1)	28.6	18.0	16.5	33.4	11.0	10.0
	북미	(20.6)	(21.6)	11.7	77.7	42.3	78.3	31.7	27.7	5.1	42.4	24.0
	중동	226.3	93.1	54.8	32.8	(22.6)	(7.1)	(7.1)	12.9	83.0	(6.8)	30.0
	중남미	235.1	120.6	86.6	90.7	44.4	75.5	76.6	75.7	116.4	69.2	44.9
	CIS	96.7	50.6	150.8	119.0	82.5	75.7	85.8	41.0	100.4	69.1	41.3
	기타	20.8	23.2	17.4	13.7	17.5	19.8	14.1	15.9	18.3	16.6	17.0
Sales portion %	유럽	33.1	40.4	34.0	37.7	46.7	43.1	42.9	43.2	36.4	43.9	46.2
	아시아	21.5	16.8	17.6	16.8	12.8	14.3	14.0	14.1	18.1	13.8	11.7
	북미	18.4	18.4	24.3	21.7	18.6	21.7	21.5	19.8	20.9	20.5	19.5
	중동	13.1	10.6	10.2	8.7	7.2	6.5	6.4	7.1	10.5	6.8	6.7
	중남미	5.0	5.2	5.1	5.4	5.2	6.1	6.1	6.7	5.2	6.1	6.7
	CIS	4.9	4.8	4.9	5.7	6.3	5.6	6.2	5.7	5.1	5.9	6.4
	기타	3.9	3.7	3.8	4.0	3.2	2.9	2.9	3.4	3.9	3.1	2.8
영업이익 (십억원)	TOTAL	48	52	63	42	65	83	89	66	205	303	388
	yoy %	62.1	34.0	48.1	59.4	35.2	59.0	41.1	56.9	49.3	47.5	28.0
OPM (%)	TOTAL	19.4	19.7	21.1	13.9	18.6	20.6	20.0	15.6	18.4	18.7	18.4
	yoy %p	(0.2)	(1.8)	(1.8)	(1.5)	(0.8)	0.9	(1.1)	1.7	(1.5)	0.3	(0.3)

자료: 실리콘투, 상상인증권

밸류에이션

투자의견 BUY,
목표주가 58,000원 제시

실리콘투에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 58,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 Target PER 13.0배를 적용했다. 이는 동사의 12MF PER 밴드 중단 수준으로, 높은 이익 성장성을 인정하되 수출 벤더 시장의 경쟁 구도 형성에 따라 과거와 같은 희소성 프리미엄을 기대하기 어렵다는 점을 반영했다.

K-뷰티의 글로벌 침투 확대와 함께 동사의 유통망도 유럽을 중심으로 빠르게 확장되고 있으며, 북미와 중남미에서도 신규 거래처 확보가 이어지고 있다. 특히 유럽은 국가가 많고 언어와 유통 채널이 달라 개별 브랜드가 모든 거래처를 직접 관리하기 어려워, 현지 채고와 물류 인프라를 갖춘 전문 B2B 벤더의 역할이 지속될 것으로 판단한다.

동사의 높은 실적 성장 여력과 과거와 같은 밸류에이션 프리미엄의 지속 여부는 별개의 문제다. 2026년 2월 구다이글로벌의 한성USA 인수 발표 당시 주가가 큰 폭으로 하락한 것은 신규 경쟁자의 등장과 동사의 희소성 약화 가능성에 대한 시장의 높은 민감도를 보여준다. 최근 K-뷰티 수출 전문 벤더가 성장하는 가운데 올리브영도 글로벌 B2B 사업을 확대하고 있다. 시장의 성장성과 수익성이 확인될수록 추가 사업자의 진입 가능성도 높아질 전망이며, 이에 따라 실적 성장세가 유지되더라도 과거에 부여됐던 희소성 프리미엄은 점차 낮아질 것으로 예상한다.

그럼에도 불구하고 동사가 선제적으로 구축한 현지 법인과 물류 거점, 브랜드 및 리테일러 네트워크는 후발 사업자가 단기간에 확보하기 어렵다. 이러한 선점 효과를 바탕으로 시장 성장률을 웃도는 실적 증가세가 이어질 것으로 전망한다. **경쟁구도가 형성되며 멀티플은 과거 고점 대비 낮은 수준에서 형성될 가능성이 높지만, 이익 성장성이 이를 상쇄하며 주가 상승을 견인할 것으로 판단한다.**

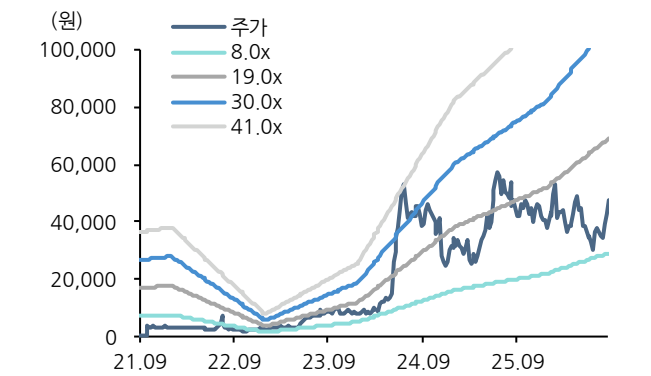
표 4. 실리콘투 목표주가 산정 Table

내용	금액	비고
12MF 지배주주순이익 (십억원)	288	
Target PER (배)	13	실리콘투의 12MF PER 밴드 중단 수준
기업가치 (십억원)	3,801	
유통주식수	65,453,052	
적정주가 (원)	58,079	
목표주가 (원)	58,000	
현재주가 (원)	43,550	
Upside Pontential	33.2%	

자료: 실리콘투, 상상인증권

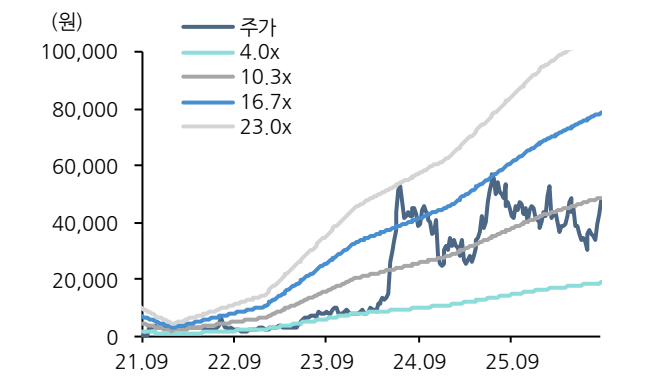
*주: CVC 대상 상환전환주식 6,667천주는 2027년 9월 이후 보통주 전환이 가능하며, 전환 시 약 9.2%의 잠재 희석 요인이 존재

그림 6. 실리콘투 12M Trailing PER



자료: Quantwise, 상상인증권

그림 7. 실리콘투 12M Forward PER



자료: Quantwise, 상상인증권

그림 9. 실리콘투 시가총액 추이



자료: Quantwise, 상상인증권

대차대조표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	297.1	552.8	845.0	1,107.1	1,424.8
현금 및 현금성자산	86.0	77.3	267.4	408.2	561.8
매출채권	50.4	119.4	159.2	207.1	252.2
재고자산	145.9	300.1	397.8	468.6	585.6
비유동자산	160.7	156.6	259.2	285.0	314.7
관계기업투자등	22.2	16.8	17.9	18.6	19.4
유형자산	106.5	108.3	143.8	144.7	148.3
무형자산	1.6	1.8	14.3	31.6	48.7
자산총계	457.8	709.4	1,104.3	1,392.0	1,739.6
유동부채	189.3	121.6	178.0	190.5	202.6
매입채무	8.3	17.7	32.8	42.6	51.9
단기금융부채	148.7	49.0	80.0	80.0	80.0
비유동부채	6.8	130.4	123.7	123.8	123.8
장기금융부채	6.5	130.0	123.2	123.2	123.2
부채총계	196.2	252.0	301.8	314.3	326.4
지배주주지분	261.6	457.4	802.5	1,077.7	1,413.2
자본금	30.5	30.7	32.9	32.9	32.9
자본잉여금	30.8	57.8	177.9	177.9	177.9
이익잉여금	191.5	359.8	586.5	861.8	1,197.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	261.6	457.4	802.5	1,077.7	1,413.2

손익계산서

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	691.5	1,116.3	1,621.1	2,112.7	2,582.0
매출원가	458.7	769.5	1,119.2	1,468.4	1,807.4
매출총이익	232.8	346.8	501.9	644.4	774.6
판매비와 관리비	95.3	141.4	198.9	256.7	307.0
영업이익	137.6	205.4	303.0	387.7	467.6
EBITDA	143.3	214.2	316.5	400.1	480.5
금융손익	6.1	5.5	15.2	5.5	8.1
관계기업등 투자손익	-0.7	-2.9	1.4	0.4	0.4
기타영업외손익	5.7	8.7	-1.5	0.0	0.0
세전계속사업이익	148.7	216.7	318.1	393.6	476.1
계속사업법인세비용	28.0	48.1	71.3	87.4	105.7
당기순이익	120.7	168.6	246.8	306.2	370.4
지배주주순이익	120.7	168.6	246.8	306.2	370.4
매출총이익률 (%)	33.7	31.1	31.0	30.5	30.0
영업이익률 (%)	19.9	18.4	18.7	18.4	18.1
EBITDA 마진률 (%)	20.7	19.2	19.5	18.9	18.6
세전이익률 (%)	21.5	19.4	19.6	18.6	18.4
지배주주순이익률 (%)	17.5	15.1	15.2	14.5	14.3
ROA (%)	35.9	28.9	27.2	24.5	23.7
ROE (%)	60.9	46.9	39.2	32.6	29.7
ROIC (%)	48.8	39.6	38.7	38.7	38.9

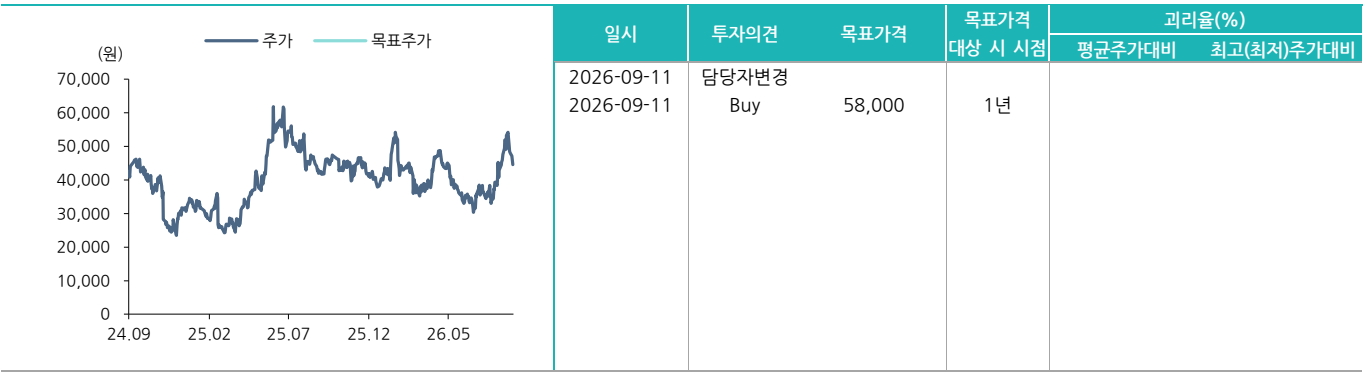
현금흐름표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	60.1	1.1	145.4	211.4	232.3
당기순이익(손실)	120.7	168.6	246.8	306.2	370.4
현금수익비용가감	29.6	60.5	42.1	12.0	12.5
유형자산감가상각비	5.7	8.8	13.4	12.1	12.3
무형자산상각비	0.0	0.0	0.1	0.3	0.5
기타현금수익비용	23.9	51.6	-4.4	-1.5	-1.5
운전자본 증감	-65.2	-191.3	-105.4	-106.8	-150.6
매출채권의 감소(증가)	-14.2	-50.5	-4.5	-47.9	-45.1
재고자산의 감소(증가)	-60.1	-148.0	-86.1	-70.9	-116.9
매입채무의 증가(감소)	-8.0	-3.6	-7.0	9.8	9.3
기타영업현금흐름	17.0	10.8	-7.7	2.1	2.2
투자활동 현금흐름	-72.1	-42.9	-19.9	-39.5	-43.7
유형자산 취득(취득)	-63.4	-6.9	-37.4	-13.0	-15.9
무형자산 감소(증가)	-0.9	-0.2	-13.2	-17.6	-17.6
투자자산 감소(증가)	-6.4	-34.9	35.0	-2.1	-1.9
기타투자활동	-1.5	-1.0	-4.3	-6.8	-8.3
재무활동 현금흐름	80.8	33.6	64.6	-31.0	-35.0
차입금의 증가(감소)	80.4	-110.6	89.6	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	0.4	0.2	-25.0	-31.0	-35.0
배당금 지급	0.0	0.0	20.0	31.0	35.0
기타재무활동	0.0	144.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	68.8	-8.7	190.0	140.9	153.6
기초현금	17.2	86.0	77.3	267.4	408.2
기말현금	86.0	77.3	267.4	408.2	561.8

주요투자지표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
투자지표 (배)					
P/E	16.5	14.1	11.6	9.3	7.7
P/B	7.6	5.5	3.6	2.6	2.0
EV/EBITDA	14.4	11.3	8.8	6.6	5.2
P/S	2.9	2.3	1.8	1.4	1.1
배당수익률 (%)	0.0	0.8	1.1	1.2	1.4
성장성 (%)					
매출액 증가율	101.7	61.4	45.2	30.3	22.2
영업이익 증가율	187.8	49.3	47.5	28.0	20.6
세전이익 증가율	209.0	45.7	46.8	23.8	21.0
지배주주순이익 증가율	217.6	39.6	46.4	24.1	21.0
EPS 증가율	215.1	37.8	37.6	24.1	21.0
안정성 (%)					
부채비율	75.0	55.1	37.6	29.2	23.1
유동비율	156.9	454.5	474.6	581.0	703.4
순차입금/자기자본	25.9	13.1	-8.8	-19.8	-26.1
영업이익/금융비용	24.7	24.5	40.1	39.8	38.4
총차입금 (십억원)	155.2	179.1	203.2	203.2	203.2
순차입금 (십억원)	67.8	59.7	-70.8	-213.4	-368.6
주당지표 (원)					
EPS	1,983	2,734	3,763	4,670	5,649
BPS	4,297	6,976	12,238	16,435	21,550
SPS	11,360	17,023	24,721	32,218	39,375
DPS	0	306	470	530	610

실리콘투 목표주가 추이 및 투자의견 변동내역



Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:송지연)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 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 당사에 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

구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고	구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고
산업 (Industry)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	80.0%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 절대수익률	BUY	92.1%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	20.0%	시가총액 수준 유지			HOLD	7.9%	절대수익률 +15% ~ -15%
		Underweight (비중축소)	0.0%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
		합계 100%					합계 100%		

여백페이지 입니다

