

화장품

당신의 지갑을 뺏겠습니다



화장품/유통/의류 이해니
02)368-6155 / hnlee@eugenefn.com

TABLE OF CONTENTS

01 산업분석

05

02 기업분석

23

SUMMARY

K-뷰티는 제조, 책임판매업체 3만개, ODM 2사 1H26 매출 +18%yoy, 수출 대상국 202개국 등 공급 과잉 신호에도 수출액이 사상 최대치를 경신하고 있다. 이 호황은 Wallet Share로 설명된다. 신규 국가와 소비자를 확보하던 Market Share 경쟁에서, 이미 확보한 소비자의 지출을 더 많이 가져가는 단계로 성장의 축이 옮겨가고 있다.

첫번째 축은 국가, 채널 확대다. 수출 비중은 중화권 23%, 미국 20%, 유럽 24%로 분산되었다. 미국의 기저 부담은 미국 규모의 약 67%인 유럽 시장이 상쇄하며, 세포라, 얼타 등 기존 유통망 덕분에 유럽 확장이 수월하다. 온라인 히트 제품이 오프라인에 안착하는지, 3050 선호 유통망에서도 저변을 넓혀가는지가 향후 성장을 가를 것이다.

두번째 축은 카테고리 다각화다. 시장 규모의 산식은 소비자 수와 ASP에 구매 빈도와 구매 SKU 수까지 곱하는 구조로 확장되었다. K-뷰티는 발림성 좋은 선크림이나 토너패드처럼 기존에 없던 수요를 만들어 지출 총량 자체를 키웠다. 히어로 제품이 성공하면 연관 카테고리도 빠르게 확장하는 전략도 일반화되었고, 성장률이 더 높은 시술 밸류체인으로도 확장 중이다.

브랜드 경쟁 국면에서 중요한 것은 진입이 아니라 생존이다. 바이럴 단계에서는 마케팅비가 매출에 비례해 투입되나, 재구매 단계인 브랜드는 신규 고객 확보 부담이 줄며 광고비 비중이 낮아지고 이익률이 개선된다. 반면 ODM에게 브랜드 공급 과잉은 고객 풀 확대를 뜻하며, 대형 ODM의 상위 20개 고객 중 인디 비중은 50%를 상회할 정도로 높다. ODM 마진은 고객사 이익률이라는 구조적 상한이 있지만, 생산자 우위 국면에서 수주를 선별해 이를 넘어설 수 있다. FDA의 베모트리지놀 승인과 처방, 제형 IP 역량이 추가 모멘텀으로 작용할 것이다. 결국 ODM은 K-뷰티의 물량 성장에, 브랜드는 부가가치에 베팅한다. K-뷰티의 승자는 많이 파는 회사가 아니라 오래 파는 회사가 될 것이다.

최선희주는 코스맥스, 차선희주는 달바글로벌이다. K-뷰티의 글로벌 성장 방향성은 여전히 긍정적이다. 다만 연말까지 원화 강세가 이어질 것을 가정하면, 산업 성장의 수혜는 온전히 누리면서도 환율 변동에 따른 실적 변동성은 제한적이라는 점에서, 브랜드보다 ODM을 선호한다. 브랜드와 ODM에서도 비교적 밸류에이션 부담이 낮은 기업들에 주목한다.

01

산업분석

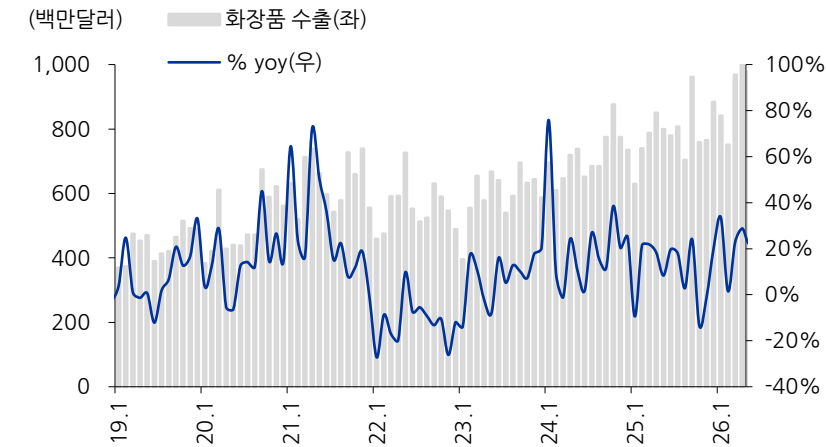
K-뷰티의 이상한 호황을 설명해줄 Wallet Share

Prologue

K-뷰티의 이상한 호황

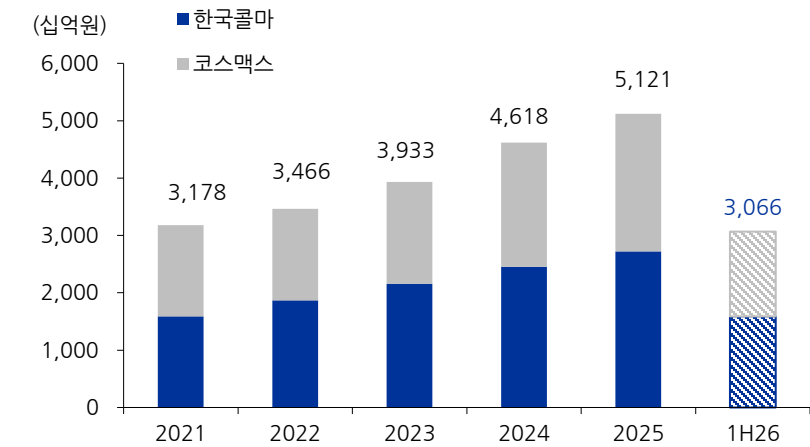
- 브랜드, 제품, 생산능력이 동시에 늘어나는 공급 측 지표의 과잉 신호에도 수출액 자체는 사상 최대치 경신하며 시장은 포화가 아닌 확장으로 진입
- 국내 화장품 제조/책임판매업체 수 3만개까지 증가, ODM 2사 합산 1H26 매출 +18%yoy 성장, 수출 대상국 수 202개국까지 확대
- 통상 공급자 증가는 경쟁 심화와 시장 포화로 이어지지만, K-뷰티는 오히려 수출 국가와 소비자 저변을 확대하며 공급 증가를 수요 증가로 흡수하는 구조
- 초반에는 온라인 기반이라 국경 없이 신규 글로벌 수요를 계속 끌어올 수 있어서, 공급 증가 속도만큼 수요 확보 속도도 함께 빨라졌음. 점점 오프라인 채널(신규 연령층 커버 가능)까지 저변을 넓혀가고 있음
- 한 브랜드에 대한 인지도 생기면서 소비자의 뷰티 여정에 동반하는 중. 소비자가 구매하는 SKU(재구매, 구매 카테고리) 같이 상승

화장품 수출액 추이



자료: TRASS, 유진투자증권

ODM 2사 합산 매출 추이



자료: 회사 자료, 유진투자증권

Wallet Share

Wallet Share?

- Wallet Share(월렛 셰어): 한 소비자가 특정 카테고리에 쓰는 전체 지출(지갑) 중에서, 한 브랜드가 차지하는 비중을 뜻하는 용어
- K-뷰티 초반 성장은 더 많은 나라와 더 많은 신규 소비자를 확보하는 Market Share 경쟁의 단계
- 다음 심화 단계는 신규 소비자를 얼마나 확보했는가에서 나아가, 이미 확보한 소비자의 지갑에서 얼마나 많은 비중을 가져가는가로 이동
- K-뷰티의 Market/Wallet Share는 1) 국가/채널 다각화 2) 카테고리 다각화에서 시현중이라고 판단

Market Share vs. Wallet Share

Market Share



이 1명을 확대하면



구매자 1명

Wallet Share



이 1명의 지출 중 60%가 우리 브랜드
— 1인당 지출(깊이)

Market Share(몇 명이 사는가·넓이) → Wallet Share(그 한 명이 얼마나 쓰는가·깊이)

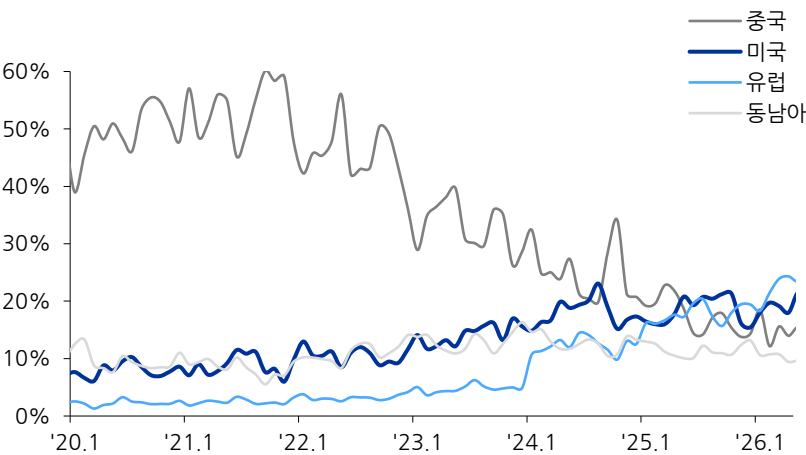
자료: 유진투자증권

Wallet Share 1) 국가/채널 확대

한국에서 팔리는 게 아니다

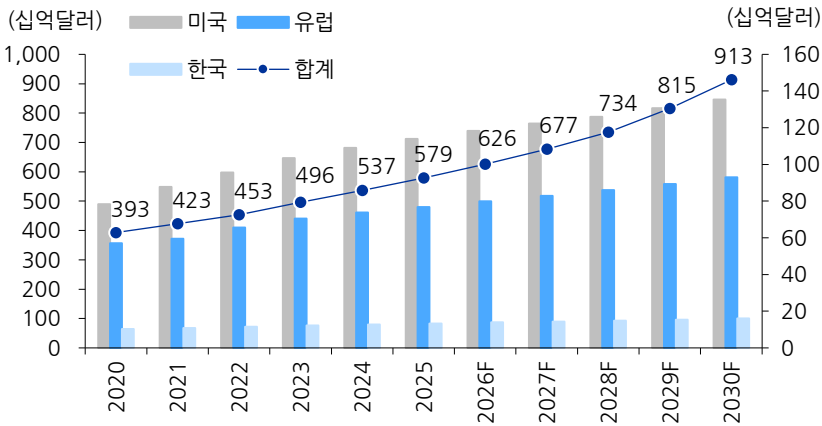
- K-뷰티의 성장 과정에서 가장 큰 변화는 수요의 지리적 범위 확대. 과거 중국 및 아시아 시장에 집중됐던 수출 구조가 미국, 일본, 유럽, 동남아 등으로 빠르게 다변화되는 상황으로 수출 대상국 수 자체도 순증
- 화장품 수출액은 서구권의 비중이 중화권보다 압도적으로 높아짐. 중화권 23%(중국 14%), 미국 20%, 유럽 24%, 동남아 10%, 일본 7%
- 이에 K-뷰티는 단일 대형 시장 의존에서 다국 분산 구조로 이동 완료 단계. 한 국가 혹은 권역의 정책, 경제, 외교 관계 리스크에서 탈피

권역별 화장품 수출액 비중



자료: Trass, 유진투자증권

권역별 화장품 시장 규모



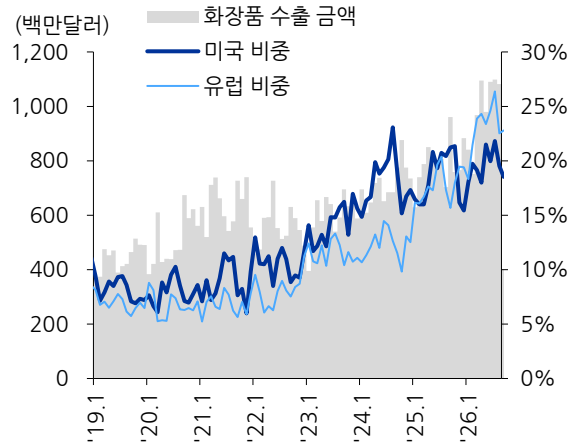
자료: Trass, 유진투자증권

Wallet Share 1) 국가/채널 확대

성장 측은 미국에서 유럽으로

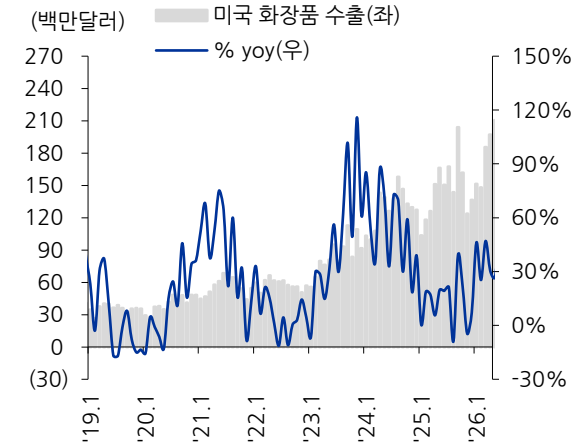
- 미국의 화장품 시장 규모는 1,139억달러 수준으로 전세계에서 가장 큰 화장품 시장이자 점유율 19.6% 차지. 2025년부터 K-컨텐츠가 인기를 끌며 미국 화장품이 수출액이 급속도로 성장. 다만 기저가 높아지며 추가 성장에 대한 부담 존재
- 최근 이를 상쇄할만한 신규 권역으로 유럽이 대두. 유럽(주요 5개국 합산)의 시장 규모는 768억달러 수준. 미국의 약 67%에 해당. 유럽을 개별 국가로 봤을 때는 크지 않아 보이지만 합산해서 보면 성장 여력이 존재하는 잠재 시장
- 세포라, 엘타 등 미국에서 이미 입점을 완료한 유통 채널 다수가 유럽에도 매장망을 보유하고 있어, 신규 유통 계약 없이 기존 채널을 통한 유럽 진출이 가능한 구조. 실제로 대형 브랜드사는 미국에서 검증된 유통 관계를 활용하는 방식으로 유럽 온라인 채널 입점 효과가 본격화되며 확장 실증

권역별 화장품 시장 규모 중 미국, 유럽



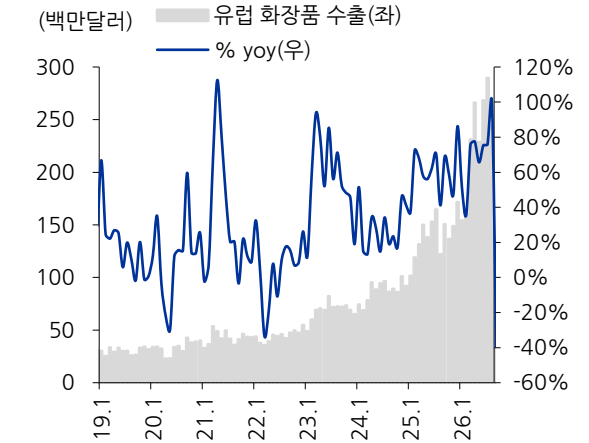
자료: Trass, 유진투자증권

미국 수출액 추이



자료: Trass, 유진투자증권

유럽 수출액 추이



자료: Trass, 유진투자증권

Wallet Share 1) 국가/채널 확대

온라인 히트작, 오프라인에서도 살아남기

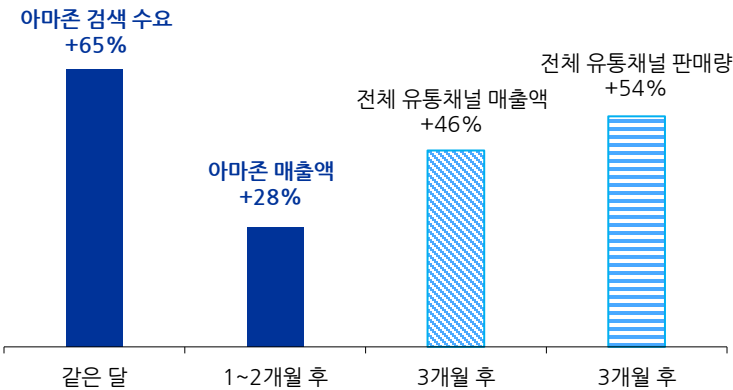
- 아마존 Reference, 틱톡발 Viral이 세포라, 엘타, 코스트코 매대 안착까지 이어지는지가 브랜드력에 대한 검증 포인트
- 틱톡, 인스타그램, 아마존 등 온라인 채널은 낮은 비용으로 브랜드 인지도와 초기 판매를 빠르게 확보할 수 있는 환경 제공, 반면 세포라, 엘타, 코스트코 등 오프라인 유통망 진입 이후에는 매장 내 경쟁과 재구매, SKU 회전율 등 보다 높은 수준의 브랜드 경쟁력 요구
- 오프라인은 매대 공간이 물리적으로 유한한 제로섬 경쟁을 해야하기 때문에 검색, 피드 노출이 무한 확장 가능한 온라인보다 어려운 채널
- 반면, 온라인 히트 제품의 오프라인 입점이 생존 검증 통과라고 취급되기도 하는 상황. 최근 K-뷰티의 뜨거운 인기에 힘입어 오프라인 리테일러들이 온라인에서 이미 인기를 얻은 브랜드, 제품을 매장에 입점시키기 위해 쟁탈전 벌인 다는 정황도 다수

온라인에서 오프라인 전환 후 인기 하락 vs. 유지

인기	브랜드	내용	원인
하락	드렁큰엘리펀트 (시세이도)	매출: 2024년 -25%, 1Q25 - 65%, 1H25 -57%	생산·출하 차질, 불명확한 브랜드 가치, 혁신 제품 부재
	카일리코스메틱 (코티)	FY25 메이크업 매출 감소	신제품 감소, 카테고리 부진
	코스알엑스 (아모레퍼시픽)	매출: 2024년 5,898억 → 2025년 4,562억 (-22.6%)	오프라인 확대 구간 유통·벤더 재정비, 스네일 라인 판가 정상화를 위한 물량 조정
유지	e.l.f.	30분기 연속 매출 성장 FY26 매출 16.4억달러 (+25%)	온오프라인 동시 성장 7년 연속 매출·점유율 성장
	메디큐브 (에이피알)	엘타 입점 3개월 만에 판매량 약 30% 증가, 추가 발주 1H26 북미 매출 +264%	엘타 성과가 타깃·월마트 확장의 근거

자료: 회사 자료, 유진투자증권

틱톡샵과 아마존 매출 상관관계



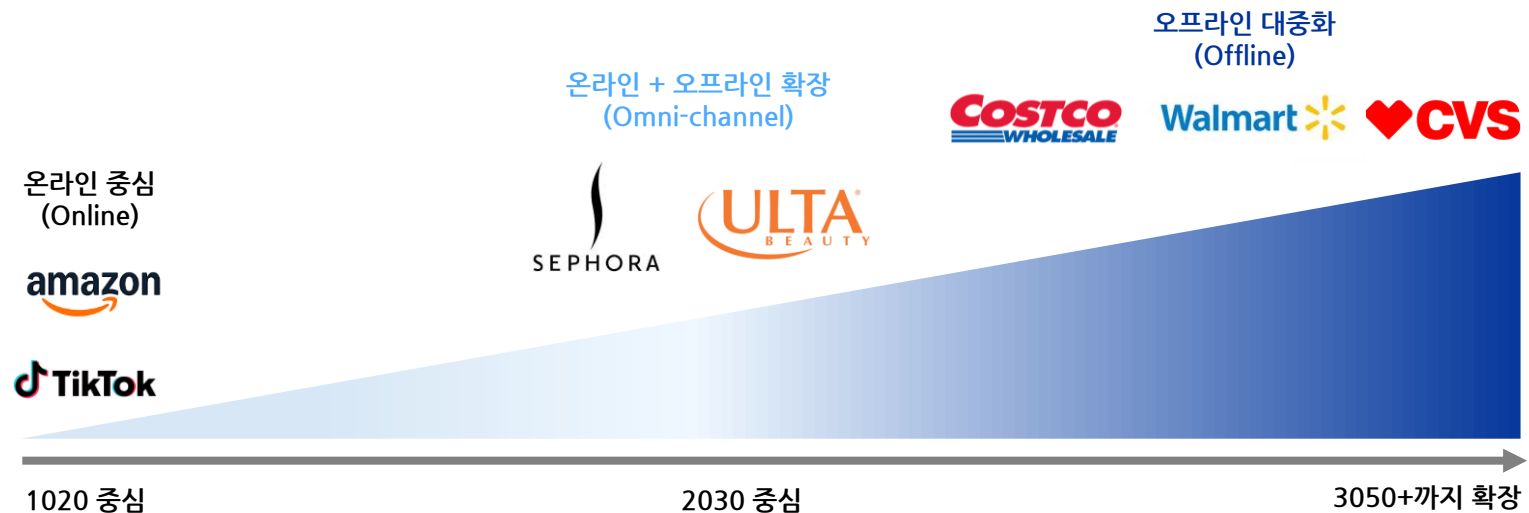
주1: 틱톡샵에서 판매가 급증한 제품 기준으로 이후 타 유통채널에서 나타난 성과 변화 측정
주2: 리테일 매출액 및 판매량은 중앙값 기준
자료: BlueBird Group, Charm.io, 유진투자증권

Wallet Share 1) 국가/채널 확대

같은 국가 안에서도 세대를 넓힌다

- 국가 다각화에 이어, 오프라인 채널을 통해 세대까지 소비자 접점을 넓히는 단계
- 그동안 K-뷰티 브랜드들의 매출은 아마존·틱톡숍 등 온라인 채널과 얼타(Ulta) 중심으로 1020 세대에 집중돼 왔으나, 최근에는 CVS, 월마트, 코스트코처럼 3050 세대의 일상 동선에 위치한 채널까지 침투 범위가 확대
- 온라인(1020) → 얼타(1020~2030) → CVS, 월마트, 코스트코(3050 이상)로 이어지는 채널, 연령 확장 매트릭스
- 이에 기업별 침투 격차가 뚜렷해지며, 온라인 채널에 국한된 브랜드와 오프라인 전 연령층 채널까지 확보한 브랜드 간 밸류에이션 격차 확대될 것

채널 및 연령대 모두에서 확장을 이루고 있는 K 뷰티



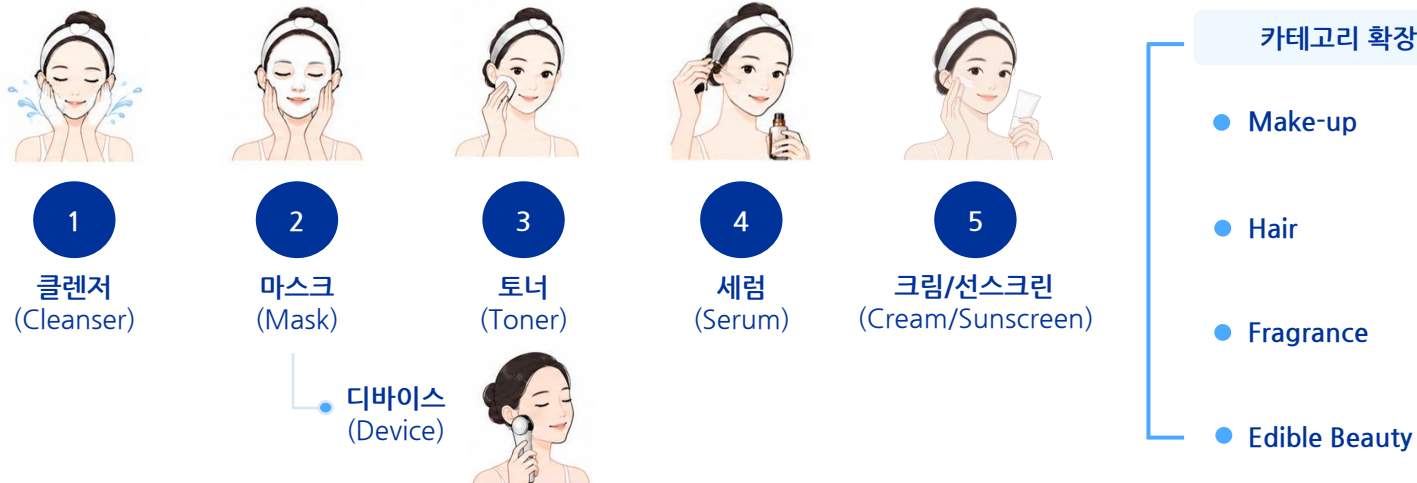
자료: 유진투자증권

Wallet Share 2) 카테고리 다각화

Horizontal Expansion 당신의 머리어깨무릎발

- 초기 성장 단계가 신규 국가와 신규 소비자를 확보하는 과정이었다면, 다음 단계는 한 소비자에게 더 많은 제품과 카테고리를 판매하는 과정. 소비 범위를 넓히는 방식으로 브랜드당 소비자 Wallet Share 점유 가능
- 결국 K-뷰티의 장기 성장률은 신규 소비자 증가율뿐 아니라 소비자당 구매 SKU와 구매 빈도의 상승 여부에 좌우될 전망
- 기존 시장 규모의 산식이 소비자 수 × ASP → 소비자 수 × ASP × 구매 빈도 × 구매 SKU 수로 변화
- 카테고리 역시 버티컬 확장을 이룸, Cleanser → Mask → Toner → Serum → Cream / Sunscreen / Device / Make-up / Hair / Fragrance

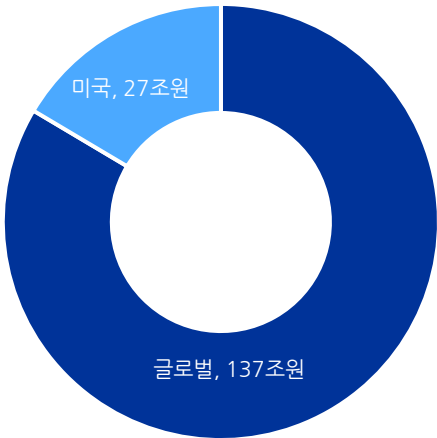
카테고리 확장, K-뷰티의 성장축



자료: 유진투자증권

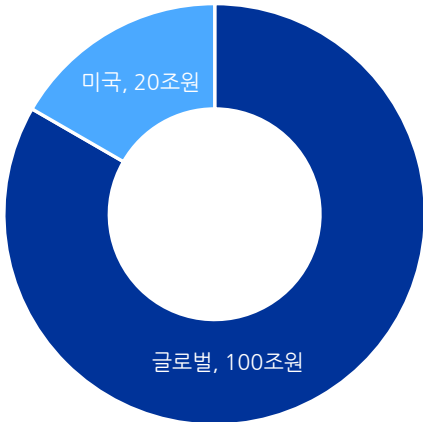
Wallet Share 2) 카테고리 다각화

헤어케어 글로벌, 미국 시장 규모



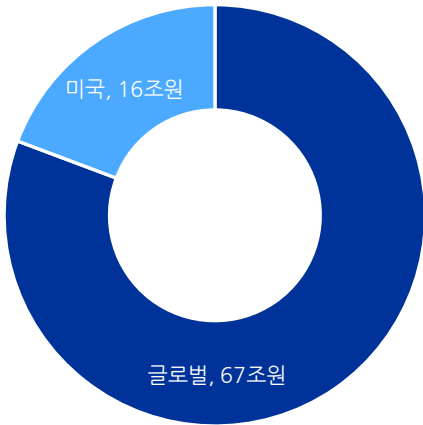
자료: 유진투자증권

피부 시술 글로벌, 미국 시장 규모



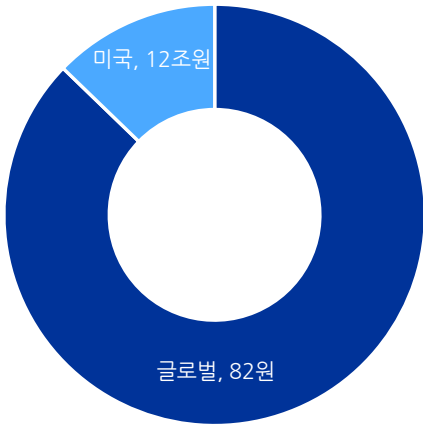
자료: 유진투자증권

더마코스메틱 글로벌, 미국 시장 규모



자료: 유진투자증권

프래그런스 글로벌, 미국 시장 규모



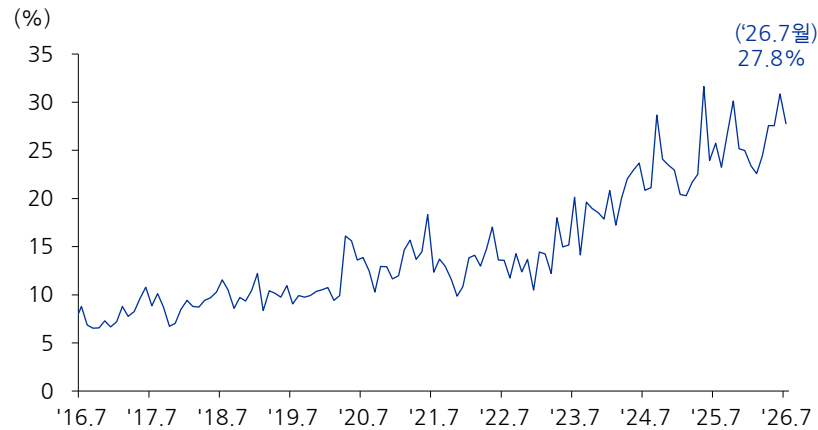
자료: 유진투자증권

Wallet Share 2) 카테고리 다각화

Unknown Demand 신규 수요를 캐치캐치

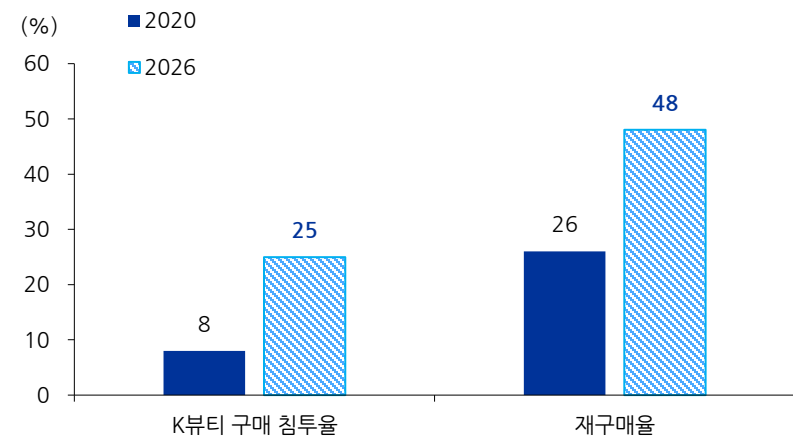
- 미국 내 K-뷰티 성장의 본질은 프레스티지 뷰티의 점유율 뺏기에서 나아가 지출 총량 확대에 의의. 한국 화장품의 침투로 화장품의 개당 가격이 저렴해진만큼 신규 카테고리, 기존에 없던 신규 수요를 반영하는 제품까지 지출 여력 존재
- 몇 년 전만해도 미국에서 스킨케어라는 개념이 일부 뷰티 관계자에게만 익숙했었지만 SNS와 K-뷰티의 영향으로 신규 지출 공간이 생겨남
- 예: 자외선 차단제 같은 경우 한국의 촉촉하고 발림성 좋은 제형, 토너패드 같은 경우 기존에 없던 토너+화장솜이 결합된 형태가 소비자 수요를 관통
- 이런 기존에 없던 수요는 페이스케어에서 시술, 뷰티기기, 헤어/바디케어, 이너뷰티(건기식)까지 가치를 뻗어나갈 것

대한민국의 미국 화장품 수입 침투율



자료: USITC, 유진투자증권

K-뷰티의 미국 시장 침투율



주1: 해당기간 K뷰티 제품 1회 이상 구매한 미국 가구 비중

주2: 2026년 수치는 1Q26 기준 최근 12개월(LTM) 수치

자료: Numerator, 유진투자증권

Wallet Share 2) 카테고리 다각화

브랜드당 구매 SKU가 늘어난다

- 공급 증가의 실체는 브랜드 수에 더해 브랜드당 SKU 판매 확장. 주요 브랜드의 판매 SKU 수 증가, Hero SKU 매출 비중은 오히려 하락하는 추세
- 과거 '1 브랜드=1 히어로 제품' 구조에서 현재는 토너, 세럼, 크림, 선케어, 마스크, 헤어, 프래그런스, 디바이스로 이어지는 카테고리 확장 구조로 전환. Hero Product의 성공 이후 연관 카테고리 제품군을 빠르게 확장하는 전략이 일반화. 신규 고객 유치보다 기존 고객에게 카테고리를 더 파는 게 마케팅비 대비 효율적이기 때문
- 결국 K-뷰티의 공급과잉 여부는 브랜드 숫자보다 브랜드당 소비자 접점과 SKU 확장 속도를 통해 판단할 필요
- 브랜드 수 증가뿐 아니라 Brand × SKU의 조합 확대를 통한 실질적인 공급량 증가가 진행되는 상황

화장품 국가별 Hero SKU

브랜드	지역/단계	주요 제품	브랜드	지역/단계	주요 제품	브랜드	지역/단계	주요 제품
에이피알 (메디큐브)	미국 (성숙)	▪ Zero Pore Pad 2.0 ▪ PDRN Pink Peptide Serum ▪ Collagen Jelly Cream ▪ PDRN Jelly Mask	달바글로벌 (달바)	미국 (성장)	▪ White Truffle First Spray Serum ▪ Waterfull Tone-up Sunscreen ▪ Multi Balm	아모레 (라네즈)	미국 (성숙)	▪ Lip Glowly Balm ▪ Lip Sleeping Mask
	유럽 (성장)	▪ Zero Pore Pad 2.0 ▪ PDRN Jelly Mask ▪ Collagen Jelly Cream ▪ PDRN Pink Peptide Serum		유럽 (성장)	▪ Multi Balm ▪ White Truffle First Spray Serum ▪ Waterfull Tone-up Sunscreen		유럽 (성숙)	▪ Lip Sleeping Mask ▪ Lip Glowly Balm ▪ Water Bank ▪ Cream Skin
	동남아 (성장)	▪ PDRN Pink Collagen Capsule Cream ▪ PDRN Glow Jelly Mist Serum ▪ Collagen Jelly Cream ▪ Deep Vita C Capsule Cream		동남아 (성장)	▪ White Truffle First Spray Serum ▪ Waterfull Tone-up Sunscreen		동남아 (성숙)	▪ Neo Cushion ▪ JuicePop Box Lip Tint
	중남미 (초기)	▪ PDRN Pink Collagen Capsule Cream ▪ Collagen Jelly Cream ▪ PDRN Pink Peptide Serum		중남미 (초기)	-		중남미 (초기)	▪ Lip Sleeping Mask
아모레 (에스트라)	미국 (성장)	▪ ATOBARRIER365 Cream ▪ Hydro Essence	아모레 (려)	미국 (초기)	-	아모레 (미장센)	미국 (초기)	▪ Perfect Serum Original
	동남아 (성장)	▪ ATOBARRIER365 Cream ▪ A-CICA365 Blemish Relief Serum		동남아 (성장)	▪ Root Gen Hair Loss Care Shampoo ▪ Hair Loss Expert Care Shampoo, Treatment ▪ Jayangyoonmo Shampoo		동남아 (성장)	▪ Perfect Serum Original ▪ Perfect Serum Super Rich ▪ Perfect Serum Styling
	중남미 (초기)	▪ ATOBARRIER365 Cream		중남미 (예정)	-			
아모레 (일리온)	미국 (성장)	▪ Ceramide Ato Concentrate Cream ▪ Ceramide Ato Lotion	아모레 (에이치)	미국 (초기)	▪ Scalp Strengthening Shampoo		중남미 (초기)	▪ Perfect Serum Original ▪ Perfect Serum Original Shampoo, Conditioner
	유럽 (초기)	▪ Ceramide Ato Concentrate Cream		유럽 (초기)	-			

자료: 각 사, 언론종합, 유진투자증권

Wallet Share 2) 카테고리 다각화

시술 후 케어, 기기, 원료까지 왜 못 해

- 화장품 시장은 연 5% 성장하며 성숙 국면인 반면, 시술 시장은 연 10%대 성장으로 화장품 기업들에 시술 연계 영역은 신규 먹거리. 원료-케어-기로 이어지는 시술 연계 밸류체인에 진입한 기업이 경쟁 심화 국면에서도 임상 근거와 원가 경쟁력을 바탕으로 차별화된 성장을 이어갈 것
- 1) 원료 측면에서 로레알(프로자일란)과 아모레퍼시픽(인삼, 녹차)은 자체 원료를 브랜드의 핵심 성분으로 활용해 성공한 선례. 에이피알은 평택 공장을 통해 PDRN, PN 원료 내재화에 착수
- 2) 시술 후 케어 화장품은 시술 인구 확대에 따른 진정, 재생 수요를 흡수하는 카테고리로 한국은 시술 리딩 국가로서 빠른 성장 전망
- 3) 병원용 기기는 연 12~13% 성장 전망되며, 장비 판매 후 소모품 매출이 반복되는 강점. 로레알이 갈더마 지분을 20%까지 늘려 시술 시장에 진입, 에이피알은 병원용 EBD를 자체 개발해 연내 출시 예정, 아모레퍼시픽은 비올메디컬(800억원 출자)과 하이어코퍼레이션(힐로웨이브)에 투자

시술 밸류체인 침투

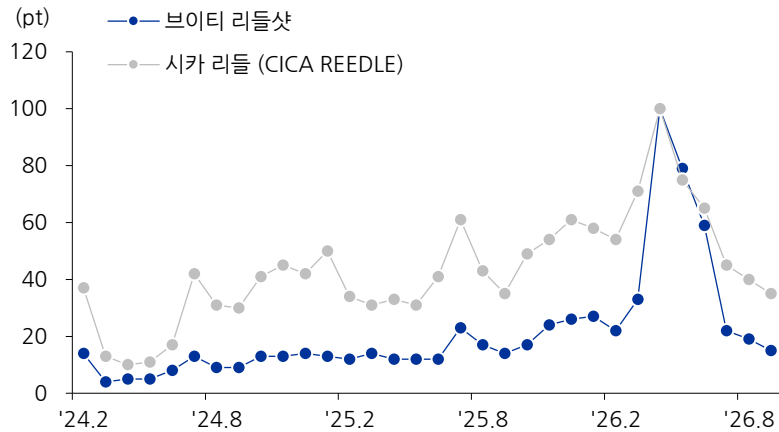
	로레알	아모레퍼시픽	에이피알
밸류체인	■ 시술 제품(필러 주사제) ■ 시술 후 케어(더마코스메틱) ■ EBD(없음)	■ 시술 제품(하이어 스킨부스터) ■ 시술 후 케어(에스트라·아이오페 XMD의 병원 유통) ■ EBD 기기(비올)	■ 시술 제품(PN 스킨부스터) ■ EBD 기기(연내 출시 목표) ■ 원료(PDRN·PN)/ 원료 기반 화장품(메디큐브 PDRN)
과정	■ 갈더마 지분 인수 ■ 2024.8: 10% 인수, 약 19억 달러(약 2.6조원) 추정 ■ 2025.12: 10% 추가해 총 20%, 추가분 약 39억 프랑(약 5.2조원) 추산 ■ 총 약 7.8조원(단순 합산) 추정, 이사회에 로레알 측 2명 선임 전망	■ 펀드 출자 + 제휴 ■ 2026.3: 비올 MOU ■ 1Q26: VIG파트너스의 비올 인수 펀드에 800억원 출자, 펀드 지분 절반 가까이 확보(보도 기준), VIG의 비올 인수 규모 약 5,000억원 안팎 추정, 우선매수권 없음 ■ 2026.7: 하이어코퍼레이션 전략적 투자	■ 자체 개발, 평택 제3캠퍼스: 원료 연 최대 125kg, PDRN 화장품 360톤, 스킨부스터 주사기 일 최대 2만 개 계획 ■ 제3공장(약 4,000평): 2027년 준공 목표 ■ PDRN 제품 누적 5,000만 개(출시 20개월) ■ 병원용 EBD 연내 국내 출시 목표 ■ 스킨부스터 2Q26 수출 착수
장점	검증된 글로벌 사업을 바로 확보	적은 돈으로 기술과 병원 유통망 확보	이익을 모두 가져감, 원료부터 기기까지 통합
리스크	큰 투자금, 20%로는 경영권 없음	인수 불확실	인허가, 병원 영업망, 임상을 처음부터 쌓아야 함, 아직 매출 검증 없음

자료: 언론종합, 유진투자증권

브랜드는 서바이벌 게임

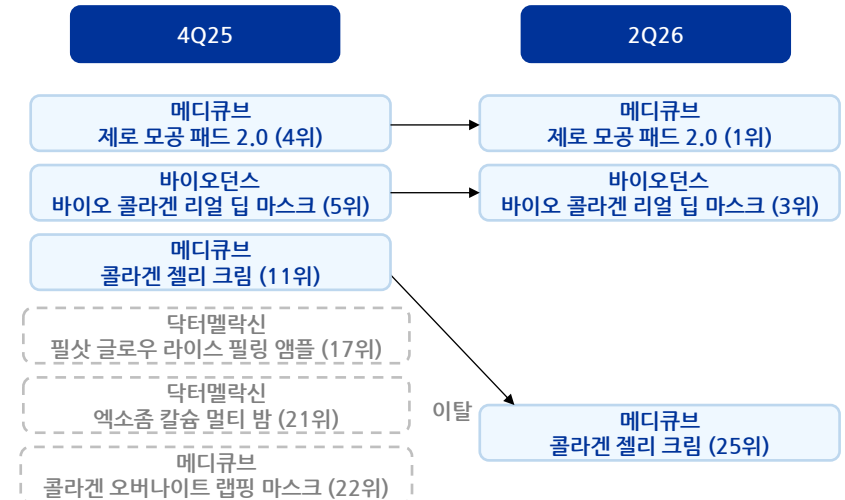
- 브랜드수 증가 국면에서 중요한 건 신규 진입이 아닌 생존율. SNS와 글로벌 이커머스 확산으로 신규 브랜드의 시장 진입은 쉬워졌지만, 동시에 소비자의 선택지가 증가하면서 개별 브랜드가 장기간 매출을 유지하기는 더욱 어려워진 상황
- 특히 검색량과 SNS 노출이 단기간 급증한 이후 빠르게 감소하는 브랜드 혹은 트렌드가 늘어나면서 Brand Entry와 Brand Survival 간 격차 확대
- 결국 향후 K-뷰티 산업의 핵심 경쟁력은 브랜드를 만들어내는 능력보다 만들어진 브랜드를 얼마나 오래 성장시키는가에 집중될 전망

브이티 리들샷 및 주요 성분인 시카 리들의 구글 검색 관심도 지수



자료: Google Trends, 유진투자증권

아마존 Top 100 내 브랜드 및 SKU 변동

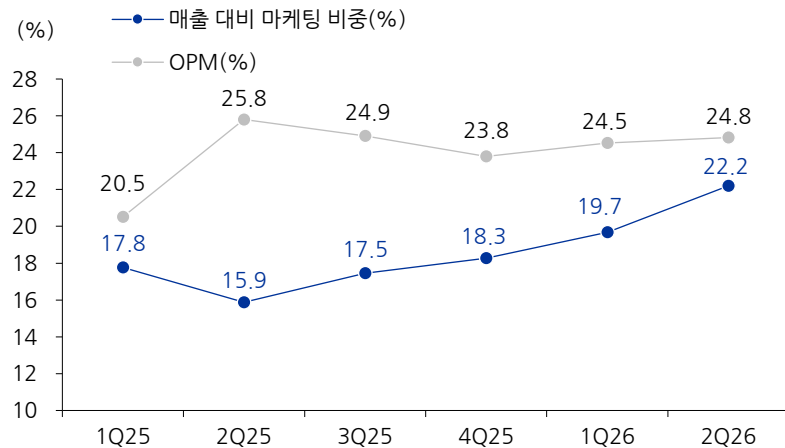


자료: beautymatter, 유진투자증권

승부는 성장률이 아닌 생존 기간에서 갈린다

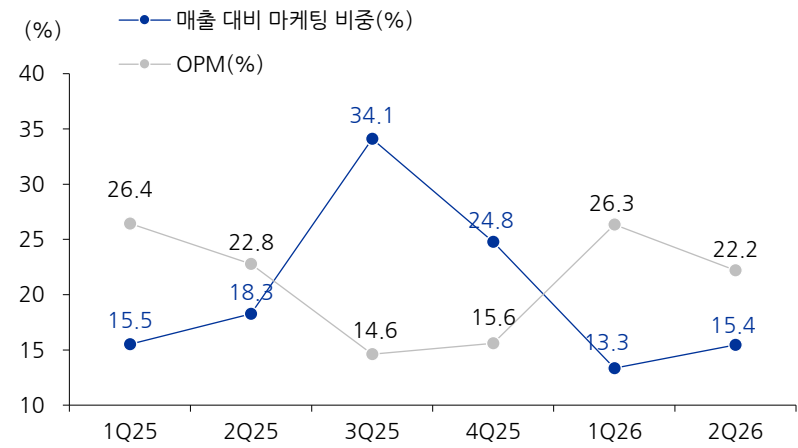
- 성공/실패 경로에서 Viral 단계에 머무는 브랜드와 Repeat Purchase 단계로 넘어간 브랜드는 매출 구성과 영업이익률 차이가 발생
- Viral 단계에서는 매출 대부분이 신규 고객에서 발생해 마케팅비가 매출에 비례해 투입되는 반면, Repeat Purchase 단계에 진입한 브랜드는 재구매 고객 비중이 높아지며 신규 고객 획득 부담이 줄어듦
- 실제 rhode는 신제품 출시 당일에도 매출의 70% 이상이 기존 고객에서 발생했으며, 미국 DTC 업계에서는 매출 규모가 커질수록 광고비 비중이 25~35%에서 7~15% 수준까지 낮아지는 경향이 관찰. 다만 이는 재구매 구조를 구축한 브랜드에 한정되며, 결국 재구매율이 바이럴 브랜드의 이익률 개선 여부를 가르는 핵심 변수
- 즉 생존 기간은 단순한 존속 여부가 아니라 이익률이 개선되는 방향으로 가고 있다는 신호

에이피알 매출대비 마케팅 비용, OPM 추이



자료: 회사 자료, 유진투자증권

달바글로벌 매출대비 마케팅 비용, OPM 추이

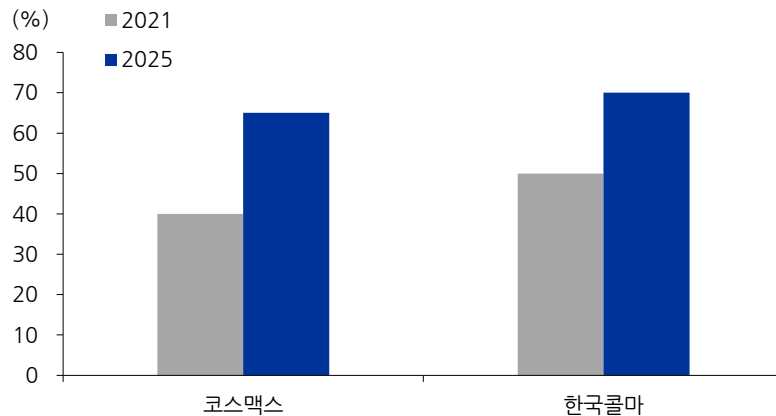


자료: 회사 자료, 유진투자증권

ODM에게는 공급과잉이 아니다

- 같은 공급과잉이 브랜드에는 리스크, ODM에는 기회. K-뷰티 수출 증가율과 ODM 매출 증가율은 동행, 오히려 ODM 증가율이 상회하는 구간 존재
- 브랜드는 수많은 신규 진입자 중 소수의 승자가 되기 위해 경쟁. 반면 ODM은 수많은 신규 브랜드의 출시와 제품 개발 과정에서 매출 기회를 확보
- 브랜드 공급과잉이 곧 ODM 고객 풀 확대를 의미하는 구조적 수혜. K-뷰티의 브랜드 수와 SKU가 증가할수록 신규 제품 개발과 생산을 필요로 하는 고객의 절대 규모도 증가. 개별 브랜드의 생존율이 낮아지더라도 신규 브랜드 유입이 지속된다면 ODM 산업 전체의 수주 기반은 확대 가능
- 코스맥스의 매출 상위 20개 고객 중 인디브랜드 비중이 2021년 40% → 2025년 65%까지 높아졌고, 한국콜마도 상위 20개 인디브랜드 고객 매출 비중이 2025년 기준 70%까지 늘었음. 연매출 1,000억원 이상 고객사도 70곳을 넘어섰음

ODM의 인디 브랜드 비중



자료: 언론종합, 유진투자증권

화장품 수출 증가세, ODM사에게는 기회

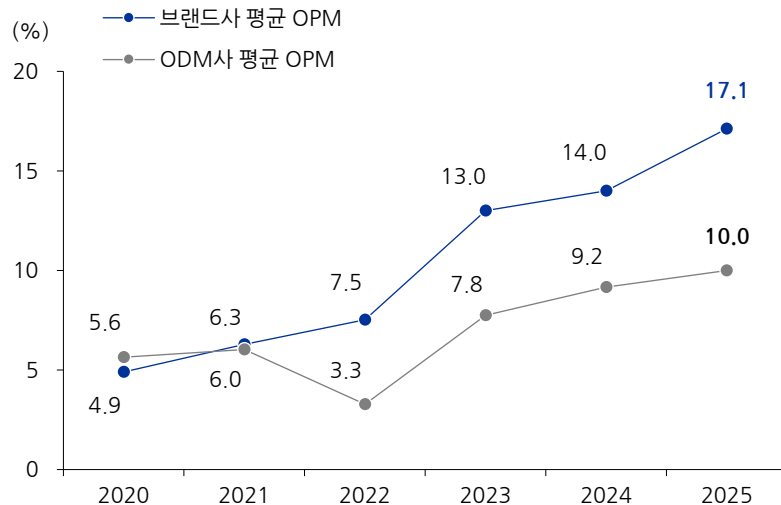


자료: 유진투자증권

ODM의 구조적 약점

- ODM의 이익률에는 구조적 상한이 존재하긴 함. ODM의 영업이익률이 발주 브랜드사 자체의 이익률을 상회할 경우, 브랜드사 입장에서는 이를 근거로 단가 인하를 요구할 협상력을 얻게 됨
- 즉 ODM은 원가 경쟁력만으로 마진을 계속 확대하기 어려우며, 고객사가 용인 가능한 수준 이내로 이익률이 제한
- 다만 생산능력이 빠르게 소진되는 국면에서는 구조적 마진 상한을 넘어서 수익성 개선 가능. 모든 주문을 수용하기보다 물량, 단가, 성장성이 우수한 고객 중심으로 수주를 선별할 수 있기 때문

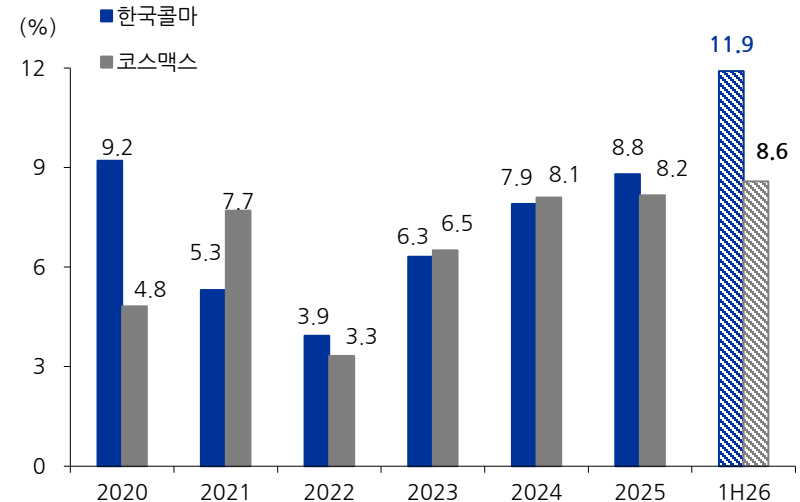
브랜드사와 ODM사의 평균 영업이익률 추이



주: 브랜드사는 에이피알, 달바글로벌, 아모레퍼시픽, ODM사는 코스맥스, 한국콜마, 코스메카

자료: Quantiwise, 유진투자증권

한국콜마와 코스맥스의 영업이익률 성장 추이



자료: Quantiwise, 유진투자증권

한계를 부수는 모멘텀

- FDA는 2026년 6월 베모트리지놀을 미국 OTC 선스크린 모노그래프에 추가(1990년대 이후 처음 추가되는 신규 선스크린 활성성분) 발표. 최대 6% 농도로 사용 가능. 실제 미국 시장에서 사용 가능해진 시점은 8월 9일
- 미국 FDA의 베모트리지놀 승인으로 유럽, 아시아에서 검증된 차세대 UV 필터의 미국 내 사용이 가능해짐. 단기적으로는 베모트리지놀을 적용한 미국향 선케어 신제품 및 기존 제품 리뉴얼 수요가 확대될 전망. 중기적으로는 고기능, 고사용감 선케어에 대한 브랜드 수요가 늘어나면서 ODM의 제형 개발 및 생산 수주 증가로 연결될 가능성
- 경제적 해자가 되는 검증된 원료, 배합에 대한 투자. 원료는 누구나 구매 가능하나, 효능, 안정성, 사용감을 동시에 맞추는 배합은 복제가 어려움. 베모트리지놀처럼 새로 풀린 원료도 결국 백탁 없는 사용감과 제형 안정화를 구현하는 처방 역량이 수주를 좌우
- 국내 ODM은 이미 독자 제형 IP를 제안하고 기술료를 받는 구조로 전환 중. 검증된 처방이 쌓일수록 고객사의 ODM 교체 비용이 상승해 수주 안정성과 단가 협상력 개선 가능성.

코스맥스

시점	구분	내용
2026.9	원료+제형	신규 원료의 특성을 분석해 쓸 수 있는 제형으로 구현한 기술 발표. 보습 위주였던 멀티밤을 주름개선·탄력·미백 고기능 제 품군으로 확대할 계획
2026.9	원료 공동개발	로레알과 공동 R&D 범위를 신규 원료·유효성분 발굴과 제형 개발까지 확대. 2004년 거래 시작, 2023년 마이크로바이옴 원료 공동연구 협약에 이은 확장
2026.1	특허(데이터)	여러 제형의 패널 평가 데이터로 발림성을 예측하는 방법·장 치 특허
2026.1	특허(제형)	바른 뒤 투명막과 색상층이 두 층으로 나뉘어, 색이 묻어나지 않으면서 광택을 내는 화장품 특허
2025.10	특허(전달체)	진정 성분 마데카소사이드를 식물 유래 엑소좀 유사 소포체에 담아 흡수율을 높인 조성물 특허
2025.2	독점 원료	미백 원료 '화이트 플러스줄'이 식약처 비고시 원료 허가 획득. 자체 양이온 전달체에 나이아신아마이드를 적용. 여드름 원료 '토타락신' 등 비고시 원료 총 3종 확보
2025년	방향 전환	특허 중심이 제형·사용감에서 효능 소재로 이동. 3분기까지 특허 취득 공시 9건(전년 6건). 누적 출원 약 2,000건, 등록 약 700건

자료: Trass, Quantiwise, 유진투자증권

한국콜마

시점	구분	내용
2026.5	신소재	전북대와 항산화 신소재 'TOT'를 공동 개발해 SCI급 학술 지 표지 논문으로 선정. 비타민 E 두 분자를 특수 결합제로 연결했고, 피부 속 노화 원인 물질(과산화수소)을 만나면 결합이 풀려 비타민 E가 나오는 구조. 의약품의 표적 치료 기술을 화장품에 접목한 사례
2026.1	원료 공동개발	글로벌 화학기업 이스트만과 색조 화장품의 미세플라스틱 을 대체할 친환경 소재 공동 개발 착수
시점 미확인	선케어 원료	바스프와 자외선 차단 원료·UV 필터·바이오 활성 성분 공 동 연구. 신규 자외선 차단 원료를 식약처에 등록해 상용 화까지 연결
2025.2	특허(선케어)	유기자차 성분이 무기자차 성분을 코팅하듯 감싼 복합체 원료를 제형에 안정화한 '유브이-듀오 플러스' 개발. 특허 등록 완료, 해외 특허(PCT) 출원 중
누적	선케어 기반	2022년 업계 최초 자외선 전문 연구소 신설, 자외선 차단 관련 특허 70여 건 보유. 2013년 업계 최초로 미국 FDA OTC 인증 획득

자료: 유진투자증권

투자 전략

성장과 이익은 같은 곳으로 가지 않는다

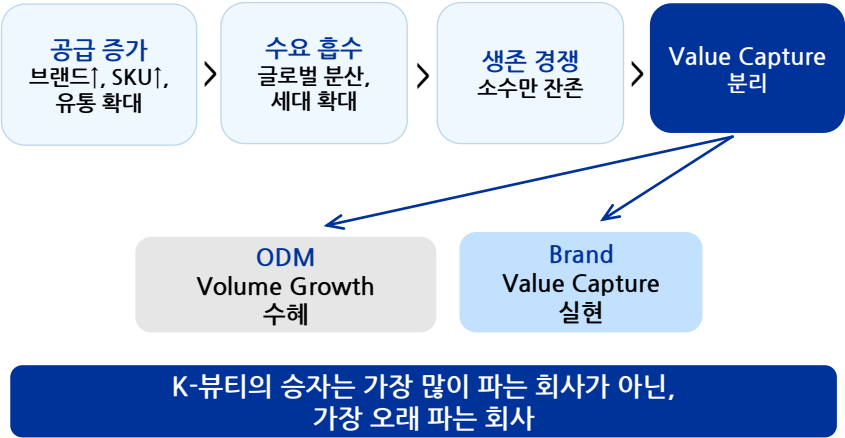
- **Brand와 ODM의 경쟁 구도가 실제 손익계산서에서는 이익률의 차이로 나타남.** Brand는 경쟁에서 살아남는 순간 가격결정력과 소비자 충성도라는 자산을 얻어 원가 대비 높은 가격으로 판매 가능. 반면, ODM은 다수 브랜드의 발주를 받아 생산을 대행하는 입장이라 발주처 간 단가 경쟁에 노출되는 구조. 이 차이가 곧 Brand의 높은 GPM과 ODM의 상대적으로 낮은 마진으로 귀결
- **ODM은 K-뷰티 성장에 베팅하는 포지션, Brand는 K-뷰티 부가가치에 베팅하는 포지션.** ODM은 다수 브랜드의 생산을 담당하며 산업 전체의 물량 증가에 수혜를 보는 반면, 브랜드는 제품 판매가격과 브랜드 자산을 통해 보다 높은 부가가치를 확보
- Brand는 높은 GPM, 가격결정력, 브랜드 자산을 기반으로 한 고이익률 구조, ODM은 상대적으로 낮은 마진이지만 규모의 경제와 고객 다변화를 기반으로 한 안정적 성장 구조. 산업 성장률이 높은 구간에서도 ODM의 Volume Growth와 브랜드의 Value Capture를 분리해서 볼 필요

ODM사와 브랜드사의 포지셔닝 차이

ODM사	브랜드사
K-뷰티의 성장에 베팅 K-뷰티 시장 확대의 수혜	K-뷰티의 부가가치에 베팅 K-뷰티 프리미엄의 수혜
마진 특성 상대적으로 낮은 마진	마진 특성 높은 GPM, 고이익률
경쟁력 규모의 경제, 고객 다변화 → 안정적 성장	경쟁력 가격 경쟁력, 브랜드 자산 → 지속적인 부가가치 확대

자료: 유진투자증권

투자전략



자료: 유진투자증권

02

기업분석

- ✓ 에이피알(278470)
- ✓ 코스맥스(192820)
- ✓ 달바글로벌(483650)
- ✓ 아모레퍼시픽(090430)
- ✓ 한국콜마(161890)

화장품 기업 Quick View

최선희주 코스맥스, 차선희주 달바글로벌

(원, 십억원, %)		에이피알	달바글로벌	한국콜마	코스맥스	아모레퍼시픽
투자의견		BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가		530,000원 -	280,000원 ▼	180,000원 ▲	330,000원 ▲	190,000원 -
현재주가		362,500원	188,900원	150,000원	277,500원	142,700원
2026E	매출액	3,092	751	3,155	3,020	4,720
	영업이익	763	165	350	268	506
	세전손익	762	170	333	223	516
	당기순이익	605	136	273	183	402
	EPS(원)	16,176	10,966	8,584	15,288	6,555
	PER(배)	22.8	16.8	17.3	17.7	21.8
	ROE(%)	92.7	54.3	20.3	29.0	6.9
	PBR(배)	16.0	7.5	3.2	4.8	1.7
	EV/EBITDA(배)	16.8	12.8	9.6	12.2	16.2
2027E	매출액	4,263	922	3,545	3,367	5,100
	영업이익	1,066	215	418	319	591
	세전손익	1,065	221	401	275	604
	당기순이익	846	176	329	226	471
	EPS(원)	22,613	14,235	9,875	18,907	7,667
	PER(배)	16.3	12.9	15.0	14.3	18.6
	ROE(%)	70.0	47.2	19.5	29.5	7.6
	PBR(배)	8.9	5.1	2.7	3.8	1.6
	EV/EBITDA(배)	11.6	9.2	8.4	10.2	13.6

자료: 유진투자증권

(278470)

에이피알

지갑을 가장 넓게 여는 브랜드

화장품/유통/의류 이해니_hnlee@

현재주가(26.9.29)	362,500원	투자의견	BUY(유지)
시가총액(십억원)	13,796	목표주가	530,000원(유지)
발행주식수(천주)	37,438		
52주 최고가(원)	475,000원	주가상승률(%)	1M 6M 12M
최저가(원)	204,000원		-20.2 12.7 63.8
52주 일간 Beta	0.28		
60일 일평균거래대금(억원)	1,052억원	(원, 십억원)	현재 직전 변동
외국인 지분율(%)	38.2%	투자의견	BUY BUY -
배당수익률(2026E)(%)	1.1%	목표주가	530,000 530,000 -
주주구성(%)		영업이익(26E)	763 750 ▲
김병훈 (외 6인)	34.8%	영업이익(27E)	1,066 1,112 ▼
FIDELITY			
Management&Research	0.8%		

결산기(12월)(십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
매출액	723	1,527	3,092	4,263	5,119
영업이익	123	366	763	1,066	1,292
세전순익	133	364	762	1,065	1,291
당기순이익	108	290	605	846	1,026
EPS(원)	2,822	7,738	16,176	22,613	27,415
증감률(%)	25.9	174.2	109.0	39.8	21.2
PER(배)	17.7	29.9	22.8	16.3	13.4
ROE(%)	41.3	75.3	92.7	70.0	51.7
PBR(배)	5.9	19.4	16.0	8.9	5.7
EV/EBITDA(배)	13.1	21.6	16.8	11.6	9.0

자료: 유진투자증권

Investment Point

미국에서 검증한 공식을 유럽과 오프라인으로

에이피알은 온라인에서 인지도를 쌓은 뒤 오프라인으로 접점을 넓히며 성장하고 있다. 상반기 북미와 유럽 합산 매출은 8,768억원으로 전사 매출의 64%를 차지했다. 채널은 얼타에서 시작해 타겟과 월마트로 확장하면서 1020 중심이던 고객층이 3050 세대로 넓어지고 있다. 하반기에는 코스트코, CVS이라는 오프라인 채널 입점 초도물량 반영도 기대된다. 유럽에서도 주요 5개국 아마존 공식 판매관 운영에 이어 3월 세포라에 입점하며 미국과 같은 경로를 가고 있다. 회사는 2026년 유럽 매출 목표를 5,000억원으로 상향했다. 제품 측면에서는 토너패드, PDRN 세럼, 콜라겐 젤리 크림, 디바이스 등 카테고리를 확대하며 재구매를 쌓아가고 있다. 그 결과 2분기 화장품 매출 비중은 84%까지 높아졌다. 소비자 한 명의 뷰티 지출에서 가져가는 몫이 커지는 전형적인 Wallet Share 확장이다.

시술 밸류체인이 더할 세번째 성장축

집속형 초음파(HIFU) 방식의 병원용 EBD 국내 인허가를 획득했고, 연말에서 내년 초 출시를 목표로 하고 있다. 연어 DNA 유래 PN 성분의 스킨부스터는 2분기 식약처 2등급 의료기기 인증과 수출 허가를 획득했으며, 평택공장에서 생산해 2분기부터 소량 수출을 시작했다. 3분기부터 일본, 중동을 중심으로 해외 판매를 본격화할 계획이며, 국내 판매를 위한 4등급 의료기기 허가는 시간이 소요될 것이다.

3Q26E 전체 매출액은 7,744억원(+100.7%yoy), 영업이익은 1,880억원(+95.6%yoy), OPM 24.3%을 전망

2분기에는 아마존 프라임데일로 기저가 높아졌음에도, 3분기 매출은 전분기 수준을 유지할 것이다. 미국은 틱톡샵과 아마존에서 판매 순위가 견조하게 유지되고 있다. 이에 4월 타겟(약 1,500개 매장), 6월 월마트(약 3,000개 매장) 입점 효과가 3분기부터 온기로 반영될 것이다. 유럽은 7~8월 한국의 유럽향 화장품 수출이 +84%yoy를 기록한 만큼 고성장이 이어질 것이다. 원/달러 환율 하락은 부담이지만, 북미, 유럽 온라인 채널은 물류비, 수수료, 마케팅비 등 비용의 상당 부분이 현지 통화로 즉시 지출되는 구조여서, 환율 하락에 따른 매출 감소분이 비용 감소로 일부 상쇄된다.

투자의견 'BUY' 유지, 목표주가 530,000원을 유지한다. 현재 주가 기준 12M Fwd PER 17.0배로 밸류에이션 부담도 줄어들었다.

에이피알: TP 530,000원(유지)

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
매출액	148.9	155.5	174.1	244.2	266.0	327.7	385.9	547.6	593.4	767.5	774.4	956.3	722.8	1,527.3	3,091.6	4,263.2
뷰티	132.2	139.8	159.5	219.7	255.9	317.1	375.4	535.6	585.3	760.2	768.1	947.8	651.2	1,484.1	3,061.4	4,242.8
디바이스	66.8	68.2	74.5	103.4	90.9	90.0	103.1	122.9	132.7	111.9	117.6	147.9	312.8	407.0	510.1	554.2
화장품	65.4	71.6	85.1	116.3	165.0	227.1	272.3	412.8	452.6	648.3	650.5	799.9	338.5	1,077.1	2,551.3	3,688.6
기타	16.8	15.7	14.7	24.5	10.1	10.6	10.5	12.0	8.1	7.4	6.3	8.5	71.6	43.2	30.2	20.3
한국	82.8	78.3	73.9	88.0	76.8	73.2	76.0	73.1	65.3	63.3	66.4	66.8	323.0	299.1	261.8	267.8
해외	66.1	77.2	100.3	156.2	189.3	254.5	309.9	474.6	528.0	704.2	708.0	889.6	399.8	1,228.3	2,829.8	3,995.4
북미	24.7	24.9	39.6	69.0	70.9	96.2	150.5	255.1	271.6	376.3	367.4	478.6	158.3	572.7	1,493.9	1,765.2
유럽	9.8	9.4	15.2	17.7	29.3	43.9	46.6	69.0	83.8	145.1	165.6	213.8	52.2	188.8	608.2	1,314.1
아시아	17.7	23.2	21.8	25.3	28.4	34.7	27.4	31.8	135.8	121.1	111.1	137.2	88.0	122.3	505.2	537.1
기타	13.8	19.7	23.7	44.2	60.7	79.7	85.4	118.8	36.9	61.7	63.9	60.0	101.4	344.5	222.5	378.9
영업이익	27.8	28.0	27.2	39.7	54.6	84.6	96.1	130.3	145.6	190.6	188.0	238.6	122.7	365.5	762.7	1,065.8
OPM(%)	18.6	18.0	15.6	16.3	20.5	25.8	24.9	23.8	24.5	24.8	24.3	24.9	17.0	23.9	24.7	25.0
지배순이익	24.1	24.1	16.0	43.4	49.9	66.3	74.6	98.8	117.3	141.5	150.6	196.0	107.6	289.7	605.4	846.4
NPM(%)	16.2	15.5	9.2	17.8	18.8	20.2	19.3	18.0	19.8	18.4	19.5	20.5	14.9	19.0	19.6	19.9
< % yoy >																
매출액	21.9	21.8	42.8	60.6	78.6	110.8	121.7	124.2	123.0	134.2	100.6	74.6	38.0	111.3	102.4	37.9
뷰티	33.2	36.3	57.5	72.5	93.6	126.8	135.4	143.8	128.7	139.7	104.6	77.0	51.3	127.9	106.3	38.6
디바이스	30.0	39.8	62.2	47.4	36.2	32.1	38.5	18.8	46.0	24.3	14.0	20.4	44.7	30.1	25.3	8.6
화장품	36.6	33.1	53.9	103.2	152.3	216.9	219.8	254.8	174.3	185.5	138.9	93.8	58.0	218.2	136.9	44.6
기타	(27.0)	(37.5)	(29.1)	(0.5)	(39.7)	(32.2)	(28.4)	(51.0)	(20.4)	(30.7)	(40.2)	(29.0)	(23.3)	(39.6)	(30.1)	(32.7)
한국	(1.5)	(5.9)	12.3	2.9	(7.3)	(6.5)	2.9	(17.0)	(15.6)	(14.5)	(15.2)	(8.6)	1.4	(7.4)	(13.5)	2.3
해외	73.5	73.6	78.6	134.9	186.2	229.6	209.1	203.8	179.9	177.6	130.1	87.4	94.8	207.2	131.1	41.2
북미	196.0	108.8	123.3	130.7	186.5	285.8	280.1	269.7	255.0	264.6	124.7	80.3	133.0	261.8	145.4	18.2
유럽	16.1	13.2	78.6	125.0	198.3	366.1	206.5	289.3	334.7	380.3	680.6	411.3	57.2	261.9	440.6	116.1
아시아	29.9	44.5	0.9	40.1	60.1	49.9	26.1	25.4	74.1	14.5	6.7	0.9	26.9	39.0	19.2	6.3
기타	80.8	141.2	184.0	315.6	338.8	304.8	260.2	169.0	147.9	325.0	239.7	91.8	191.5	239.9	179.9	70.3
영업이익	19.7	13.0	24.6	15.5	96.5	201.9	252.8	228.3	166.8	125.3	95.6	83.1	17.8	197.9	108.7	39.7
순이익	18.7	28.4	(12.9)	80.0	107.3	175.2	366.3	127.6	134.8	113.4	101.8	98.4	31.9	169.2	109.0	39.8

자료: 회사 자료, 유진투자증권

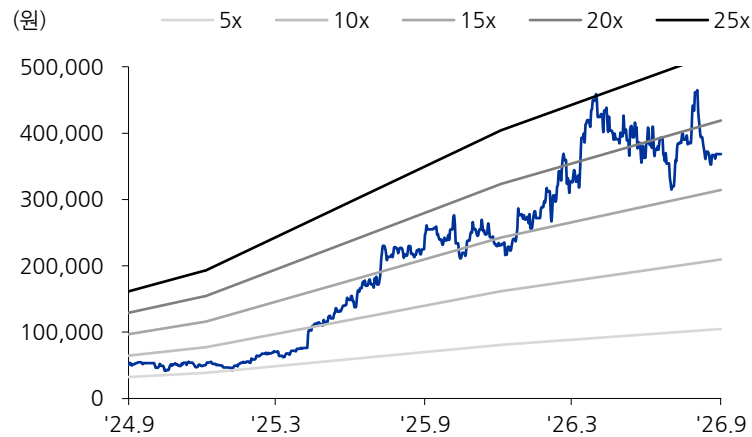
에이피알: TP 530,000원(유지)

Valuation

(십억원)	계산	비고
12M Fwd 연결 순이익	786.2	
EPS(원)	21,000	
목표주가(원)	530,000	
Target PER(X)	25.4	글로벌 피어 평균
현재주가(원)	362,500	
현재주가 PER(X)	17.2	
Upside(%)	46.2	

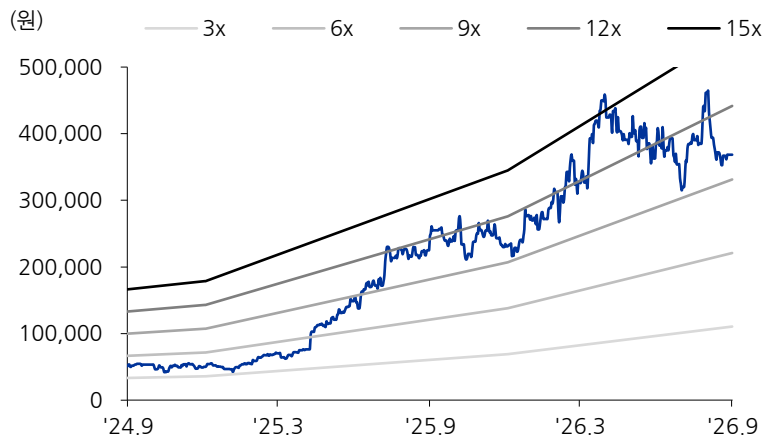
자료: 유진투자증권

PER BAND



자료: QuantiWise, 유진투자증권

PBR BAND



자료: QuantiWise, 유진투자증권

에이피알(278470.KS) 재무제표

대차대조표 (단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
자산총계	565	772	1,255	2,047	2,969
유동자산	286	546	1,022	1,799	2,701
현금성자산	115	186	478	1,056	1,828
매출채권	49	92	146	211	254
재고자산	110	165	296	427	514
비유동자산	279	226	232	248	268
투자자산	222	159	165	172	179
유형자산	51	60	57	64	74
기타	6	7	10	12	14
부채총계	242	326	394	490	553
유동부채	145	238	306	401	465
매입채무	70	146	213	308	370
유동성이자부채	25	23	23	23	23
기타	50	70	70	71	72
비유동부채	96	88	88	88	89
비유동이자부채	88	78	78	78	78
기타	8	9	10	10	11
자본총계	324	446	861	1,557	2,415
자배분	324	446	861	1,557	2,415
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	137	13	13	13	13
이익잉여금	229	427	842	1,539	2,397
기타	(46)	1	1	1	1
비자배분	0	0	0	0	0
자본총계	324	446	861	1,557	2,415
총차입금	113	101	101	101	101
순차입금	(2)	(85)	(377)	(955)	(1,727)

현금흐름표 (단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
영업현금	79	341	524	782	1,003
당기순이익	108	290	605	846	1,026
자산상각비	22	30	36	38	43
기타비현금성손익	32	71	0	0	0
운전자본증감	(58)	(32)	(118)	(102)	(67)
매출채권감소(증가)	(20)	(41)	(54)	(65)	(43)
재고자산감소(증가)	(63)	(55)	(130)	(132)	(87)
매입채무증가(감소)	31	74	67	95	62
기타	(6)	(10)	(0)	(0)	(0)
투자현금	(110)	(94)	(43)	(55)	(64)
단기투자자산감소	(37)	(74)	(1)	(1)	(1)
장기투자증권감소	0	0	(1)	(1)	(1)
설비투자	45	15	31	43	52
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(3)	(3)	(4)	(4)	(4)
재무현금	(5)	(182)	(191)	(150)	(168)
차입금증가	(17)	(19)	0	0	0
자본증가	15	(160)	(191)	(150)	(168)
배당금지급	0	134	191	150	168
현금 증감	(35)	64	290	577	770
기초현금	125	90	154	444	1,022
기말현금	90	154	444	1,022	1,792
Gross Cash flow	162	391	641	885	1,070
Gross Investment	131	53	160	156	130
Free Cash Flow	31	338	482	728	940

자료: 유진투자증권

손익계산서 (단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
매출액	723	1,527	3,092	4,263	5,119
증가율(%)	38.0	111.3	102.4	37.9	20.1
매출원가	179	357	722	987	1,175
매출총이익	544	1,171	2,370	3,276	3,944
판매 및 일반관리비	421	805	1,607	2,210	2,652
기타영업손익	45	91	100	38	20
영업이익	123	366	763	1,066	1,292
증가율(%)	17.8	197.9	108.7	39.7	21.2
EBITDA	145	396	798	1,104	1,335
증가율(%)	22.9	172.6	101.7	38.2	21.0
영업외손익	11	(1)	(1)	(1)	(1)
이자수익	6	6	11	17	21
이자비용	4	4	1	1	1
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	8	(4)	(12)	(18)	(22)
세전순이익	133	364	762	1,065	1,291
증가율(%)	26.0	173.3	109.0	39.8	21.2
법인세비용	26	75	156	218	264
당기순이익	108	290	605	846	1,026
증가율(%)	31.9	169.2	109.0	39.8	21.2
지배주주지분	108	290	605	846	1,026
증가율(%)	31.9	169.2	109.0	39.8	21.2
비지배자분	0	0	0	0	0
EPS(원)	2,822	7,738	16,176	22,613	27,415
증가율(%)	25.9	174.2	109.0	39.8	21.2
수정EPS(원)	2,822	7,738	16,176	22,613	27,415
증가율(%)	25.9	174.2	109.0	39.8	21.2

주요투자지표	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
주당지표(원)					
EPS	2,822	7,738	16,176	22,613	27,415
BPS	8,486	11,910	22,996	41,609	64,525
DPS	0	5,090	4,000	4,500	5,000
밸류에이션(배, %)					
PER	17.7	29.9	22.8	16.3	13.4
PBR	5.9	19.4	16.0	8.9	5.7
EV/ EBITDA	13.1	21.6	16.8	11.6	9.0
배당수익률	0.0	2.2	1.1	1.2	1.4
PCR	11.8	22.1	21.5	15.6	12.9
수익성(%)					
영업이익률	17.0	23.9	24.7	25.0	25.2
EBITDA이익률	20.1	25.9	25.8	25.9	26.1
순이익률	14.9	19.0	19.6	19.9	20.0
ROE	41.3	75.3	92.7	70.0	51.7
ROIC	52.8	92.5	153.0	164.2	166.4
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(0.6)	(19.2)	(43.8)	(61.3)	(71.5)
유동비율	197.1	229.0	334.3	448.1	581.4
이자보상배율	32.6	103.7	1,317.5	1,841.1	2,231.6
활동성 (회)					
총자산회전율	1.7	2.3	3.1	2.6	2.0
매출채권회전율	19.9	21.7	26.0	23.9	22.0
재고자산회전율	8.7	11.1	13.4	11.8	10.9
매입채무회전율	13.2	14.1	17.2	16.4	15.1

(483650)

달바글로벌

선크림이 증명한 두 번째 성장축

화장품/유통/의류 이해니_hnlee@

현재주가(26.9.29)	188,900원	투자의견	BUY(유지)		
시가총액(십억원)	2,302	목표주가	280,000원(하향)		
발행주식수(천주)	12,527	주가상승률(%)	1M	6M	12M
52주 최고가(원)	283,000원				
최저가(원)	116,200원		-19.7	19.0	14.9
52주 일간 Beta	0.17	(원, 십억원)	현재	직전	변동
60일 일평균거래대금(억원)	375억원	투자의견	BUY	BUY	-
외국인 지분율(%)	43.6%	목표주가	280,000	320,000	▼
배당수익률(2026E)(%)	1.5%	영업이익(26E)	165	159	▲
주주구성(%)		영업이익(27E)	215	209	▲
반성원 (외 11인)	25.3%				
국민연금공단 (외 1인)	9.5%				

결산기(12월)(십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
매출액	309	520	751	922	1,045
영업이익	60	101	165	215	249
세전순익	29	103	170	221	255
당기순이익	15	79	136	176	204
EPS(원)	1,344	6,379	10,966	14,235	16,434
증감률(%)	-12.1	374.7	71.9	29.8	15.4
PER(배)	na	23.1	16.8	12.9	11.2
ROE(%)	26.2	52.6	54.3	47.2	38.4
PBR(배)	na	9.2	7.5	5.1	3.7
EV/EBITDA(배)	na	16.8	12.8	9.2	7.2

자료: 유진투자증권

Investment Point

■ 히어로 SKU 다음이 보인다

회사 내부 유럽 매출 목표는 450억원에서 700억원으로, OPM 목표는 10%에서 15%로 가장 크게 상향되었다. 스페인과 독일 아마존에서는 멀티밤과 톤업 더블크림이 뷰티 Top100에 안착했다. 미스트 하나로 시작한 브랜드가 국가마다 서로 다른 제품으로 소비자의 지갑을 넓혀가고 있다는 방증이다. 12월에는 냉각·모공 케어 기능을 강화한 뷰티 디바이스가 출시되고, 멀티밤과 쿠션 등 연간 계획에 반영하지 않은 상방 요인도 남아있다.

■ 입점이 발주를 부르는 스노우볼 효과

신규 채널의 초기 판매 호조가 더 큰 재발주로 이어지는 선순환이 본격화되고 있다. 미국 코스트코는 3분기 중 전매장(650개) 입점 계획으로 2분기 450개에서 확대됐다. 매대 반영까지 3~6개월이 걸리며, 전매장 첫 발주 규모는 약 100억원 이상으로 추정된다. 퍼스트스프레이 세럼 단일 SKU만으로 연 400억원의 매출이 발생하는데, 입점 SKU가 3개로 늘면 코스트코에서만 연 1,000억원도 가능할 것이다. 열타의 현 입점 SKU는 6~7개로 경쟁사(평균 30개) 대비 적어, 6~8개 추가 입점이 논의 중이다. 유럽에서는 스페인 대형 H&B 채널인 프리모르와 드루니에 입점했고, 영국 부츠는 판매 직후 품절되며 추가 발주가 필요하다. 말레이시아 왓슨스 700개 전 매장 입점도 확정되었다.

■ 3Q26E 전체 매출액은 1,742억원(+52.5%yoy), 영업이익은 311억원(+86.7%yoy), OPM 17.9%을 전망

■ 아마존 프라임데이가 10월로 넘어가면서 3분기 북미 매출의 추가 상승 여지는 줄었다. 2분기 대비 달러가 9% 하락한 점도 부담이다. 다만 아마존에서 매출이 발생하면 물류비, 수수료, 마케팅비도 외화로 지출되는 구조여서, 환율 영향의 약 80%는 비용 감소로 상쇄된다. 선크림 용기 공급은 8월 초 완전히 정상화되었다. 2026년 가이던스는 매출 7,250억원, OPM 21%을 제시했다. 4분기에는 프라임데이, 러시아 골드애플 추가 발주, 연말 성수기가 겹치며 실적 모멘텀이 재차 강화될 것이다.

■ 투자의견 'BUY' 유지, 목표주가 280,000원으로 하향한다. 현재 주가 기준 12M Fwd PER 13.8배로 밸류에이션 하단에 안착했다. 괴리율 때문에 목표주가는 하향한다.

달바글로벌: TP 280,000원(하향)

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
매출액	66.1	73.8	73.5	95.6	113.8	128.4	114.2	163.4	171.2	186.9	174.2	218.6	309.1	519.7	750.9	921.5
한국	45.2	41.2	34.9	46.9	50.2	47.1	40.7	55.7	53.6	45.3	40.1	60.7	168.1	193.7	199.7	201.6
해외	21.0	32.6	38.6	48.7	64.1	81.2	73.3	107.7	117.7	141.5	134.1	157.9	141.0	326.3	551.2	720.0
- 일본	6.0	5.5	7.5	12.5	22.1	25.8	18.4	31.4	36.8	36.0	33.1	36.8	31.5	97.7	142.7	155.9
- 러시아	2.9	13.3	14.3	9.9	10.6	18.7	11.6	12.8	10.7	12.3	14.0	18.8	40.4	53.7	55.8	56.9
- 북미	5.2	5.3	6.4	8.5	8.3	12.7	17.6	26.1	24.3	34.8	34.4	41.4	25.4	64.7	134.9	193.5
- 유럽	0.5	1.0	2.0	3.0	4.4	6.0	6.2	9.9	13.8	20.5	20.6	24.6	6.5	26.5	79.4	146.0
- 아세안	5.6	5.1	5.8	9.7	12.7	11.2	14.4	17.4	18.2	22.2	19.2	24.5	26.1	55.7	84.1	96.9
- 중화권	0.4	2.0	2.1	4.2	4.3	5.8	3.4	6.5	9.7	9.8	8.8	7.2	8.7	20.0	35.5	49.2
- 기타	0.3	0.4	0.5	0.9	1.7	1.0	1.7	3.6	4.2	5.9	4.0	4.7	2.2	8.0	18.8	21.6
영업이익	14.7	17.6	13.9	13.7	30.1	29.2	16.7	25.5	45.1	47.2	31.1	41.1	59.8	101.5	164.6	214.9
OPM(%)	22.2	23.8	18.9	14.4	26.4	22.8	14.6	15.6	26.3	25.3	17.9	18.8	19.4	19.5	21.9	23.3
지배순이익	(20.9)	13.7	9.6	13.0	24.7	19.8	14.0	20.5	36.3	38.1	26.2	35.3	15.4	79.1	135.9	176.4
NPM(%)	(31.7)	18.6	13.1	13.6	21.7	15.4	12.3	12.5	21.2	20.4	15.0	16.2	5.0	15.2	18.1	19.1
< % yoy >																
매출액	34.4	45.4	75.4	62.3	72.1	73.9	55.3	70.9	50.5	45.6	52.5	33.8	53.9	68.2	44.5	22.7
한국	4.9	(0.2)	12.3	15.2	11.1	14.3	16.7	18.9	6.8	(3.8)	(1.5)	9.0	7.7	15.2	3.1	0.9
해외	241.7	244.0	256.1	167.3	205.3	148.9	89.7	121.2	83.7	74.3	82.9	46.6	215.4	131.5	68.9	30.6
- 일본	226.8	165.9	248.1	216.1	267.4	365.8	145.6	151.1	66.9	39.5	79.9	17.2	214.5	209.7	46.1	9.2
- 러시아	14.8	175.4	198.0	96.3	263.0	40.5	(19.1)	29.9	1.0	(34.2)	20.9	46.8	134.9	32.8	3.9	2.0
- 북미	304.7	233.0	235.0	61.7	59.6	140.4	174.9	207.8	192.8	174.0	95.3	58.8	153.0	155.0	108.5	43.4
- 유럽	777.5	1,572.5	1,022.1	819.3	801.8	513.2	207.6	227.1	213.6	241.7	231.7	148.0	944.8	307.2	199.7	83.9
- 아세안	1,654.7	622.0	241.8	204.8	125.6	120.4	150.4	80.0	43.3	98.2	33.1	40.8	344.5	113.2	50.9	15.3
- 중화권	1,084.6	4,561.7	4,295.4	2,843.2	993.2	192.1	61.2	53.0	125.6	69.0	158.7	10.4	3,158.5	128.9	77.4	38.7
- 기타	416.0	152.8	706.3	160.8	393.5	124.8	217.0	291.9	144.4	490.0	137.8	29.4	239.5	256.7	134.5	14.8
영업이익	48.5	96.1	58.0	185.7	105.1	66.3	20.0	85.2	49.8	61.6	86.7	61.6	84.4	69.6	62.2	30.6
순이익	적전	487.9	흑전	54.9	흑전	44.1	45.7	57.7	46.8	92.2	86.8	72.4	13.3	413.0	71.9	29.8

자료: 회사 자료, 유진투자증권

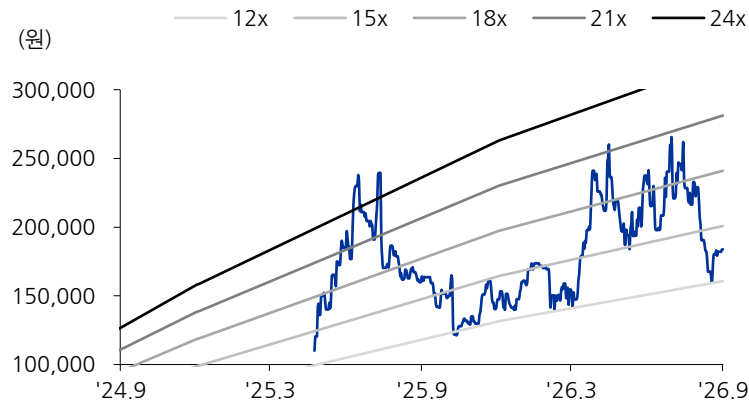
달바글로벌: TP 280,000원(하향)

Valuation

(십억원)	계산	비고
12M Fwd 연결 순이익	166.3	
EPS(원)	13,274	
목표주가(원)	280,000	
Target PER(X)	21.3	글로벌 피어 대비 20% 할인
현재주가(원)	188,900	
현재주가 PER(X)	13.8	
Upside(%)	48.2	

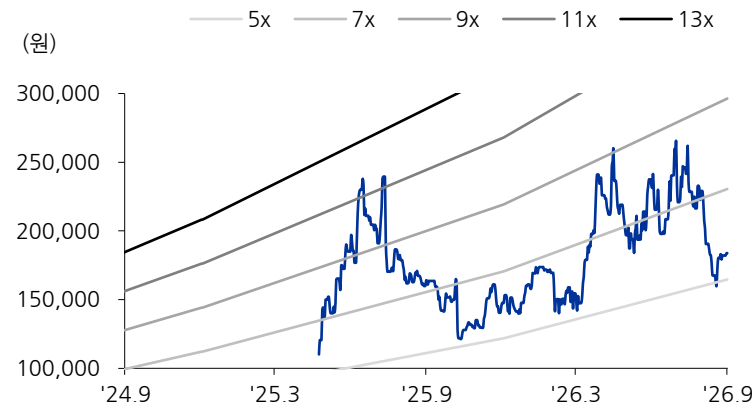
자료: 유진투자증권

PER BAND



자료: QuantiWise, 유진투자증권

PBR BAND



자료: QuantiWise, 유진투자증권

달바글로벌(483650.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
자산총계	136	255	371	522	680
유동자산	128	239	355	506	662
현금성자산	54	101	185	312	505
매출채권	21	41	46	54	41
재고자산	48	66	92	108	83
비유동자산	8	16	16	17	17
투자자산	6	15	15	16	17
유형자산	1	1	1	0	0
기타	0	0	0	0	1
부채총계	34	57	69	78	65
유동부채	31	54	66	74	62
매입채무	19	35	47	55	43
유동성이자부채	1	1	1	1	1
기타	12	18	18	18	18
비유동부채	3	3	3	3	3
비유동이자부채	2	2	2	2	2
기타	1	1	1	1	1
자본총계	102	199	302	445	615
자배지분	102	199	302	445	615
자본금	1	1	1	1	1
자본잉여금	74	91	91	91	91
이익잉여금	26	101	205	348	517
기타	1	5	5	5	5
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	102	199	302	445	615
총차입금	3	3	3	3	3
순차입금	(51)	(98)	(182)	(309)	(502)

현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
영업현금	16	68	118	162	229
당기순이익	15	79	136	176	204
자산상각비	1	1	1	1	1
기타비현금성손익	47	28	0	0	0
운전자본증감	(42)	(24)	(19)	(15)	24
매출채권감소(증가)	(7)	(20)	(5)	(8)	12
재고자산감소(증가)	(31)	(19)	(26)	(16)	25
매입채무증가(감소)	5	14	12	8	(13)
기타	(10)	1	(0)	(0)	(0)
투자현금	(2)	(30)	(1)	(1)	(1)
단기투자자산감소	0	(0)	0	0	0
장기투자증권감소	0	0	(0)	(0)	(0)
설비투자	1	0	0	1	1
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
재무현금	(2)	9	(32)	(33)	(34)
차입금증가	(0)	(1)	0	0	0
자본증가	(2)	10	(32)	(33)	(34)
배당금지급	2	31	32	33	34
현금증감	13	47	84	127	193
기초현금	41	54	101	185	312
기말현금	54	101	185	312	505
Gross Cash flow	63	109	137	177	204
Gross Investment	44	53	20	17	(23)
Free Cash Flow	19	55	117	160	227

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
매출액	309	520	751	922	1,045
증가율(%)	53.9	68.2	44.5	22.7	13.4
매출원가	75	125	178	216	242
매출총이익	234	394	573	706	802
판매 및 일반관리비	175	293	408	491	553
기타영업손익	53	68	39	20	13
영업이익	60	101	165	215	249
증가율(%)	84.4	69.6	62.2	30.6	15.8
EBITDA	61	103	166	216	250
증가율(%)	84.3	69.8	61.2	30.1	15.7
영업외손익	(31)	1	5	6	6
이자수익	1	2	3	5	6
이자비용	1	0	0	0	0
자본법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	(31)	(0)	2	1	0
세전순이익	29	103	170	221	255
증가율(%)	89.7	254.1	65.0	29.8	15.4
법인세비용	14	24	34	44	51
당기순이익	15	79	136	176	204
증가율(%)	13.3	413.0	71.9	29.8	15.4
지배주주지분	15	79	136	176	204
증가율(%)	13.3	413.0	71.9	29.8	15.4
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	1,344	6,379	10,966	14,235	16,434
증가율(%)	(12.1)	374.7	71.9	29.8	15.4
수정EPS(원)	1,344	6,379	10,966	14,235	16,434
증가율(%)	(12.1)	374.7	71.9	29.8	15.4

주요투자지표

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
주당지표(원)					
EPS	1,344	6,379	10,966	14,235	16,434
BPS	8,902	16,022	24,368	35,903	49,587
DPS	305	2,629	2,700	2,750	2,800
밸류에이션(배, %)					
PER	n/a	23.1	16.8	12.9	11.2
PBR	n/a	9.2	7.5	5.1	3.7
EV/ EBITDA	n/a	16.8	12.8	9.2	7.2
배당수익률	0.0	1.8	1.5	1.5	1.5
PCR	n/a	16.8	16.6	12.9	11.1
수익성(%)					
영업이익률	19.4	19.5	21.9	23.3	23.8
EBITDA이익률	19.6	19.8	22.1	23.4	23.9
순이익률	5.0	15.2	18.1	19.1	19.5
ROE	26.2	52.6	54.3	47.2	38.4
ROIC	97.2	105.6	123.7	138.8	166.1
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(50.1)	(49.4)	(60.3)	(69.5)	(81.8)
유동비율	409.7	446.2	537.4	681.0	1,073.7
이자보상배율	76.4	410.1	568.5	742.3	859.4
활동성 (회)					
총자산회전율	2.9	2.7	2.4	2.1	1.7
매출채권회전율	17.4	16.8	17.3	18.4	21.9
재고자산회전율	9.5	9.1	9.5	9.2	10.9
매입채무회전율	18.9	19.2	18.2	17.9	21.3

(161890)

한국콜마

선케어 강자에게 열린 새 시장

화장품/유통/의류 이해니_hnlee@

현재주가(26.9.29)

150,000원

투자의견

BUY(유지)

목표주가

180,000원 (상향)

시가총액(십억원)	3,503
발행주식수(천주)	23,605
52주 최고가(원)	165,900원
최저가(원)	60,600원
52주 일간 Beta	0.27
60일 일평균거래대금(억원)	507억원
외국인 지분율(%)	41.0%
배당수익률(2026E)(%)	0.6%
주주구성(%)	
한국콜마홀딩스 (외 23인)	26.6
국민연금공단 (외 1인)	12.8

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	-8.2	85.0	90.7
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	180,000	170,000	▲
영업이익(26E)	350	345	▲
영업이익(27E)	418	416	▲

결산기(12월)(십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
매출액	2,452	2,722	3,155	3,545	3,766
영업이익	194	240	350	418	444
세전순익	140	212	333	401	427
당기순이익	125	168	273	329	350
EPS(원)	3,816	5,299	8,584	9,875	10,615
증감률(%)	1,581.7	38.9	62.0	15.0	7.5
PER(배)	14.4	11.7	17.3	15.0	14.0
ROE(%)	12.5	14.7	20.3	19.5	17.7
PBR(배)	1.6	1.6	3.2	2.7	2.3
EV/EBITDA(배)	7.9	6.9	9.6	8.4	7.7

자료: 유진투자증권

Investment Point

■ 베모트리지놀, 준비된 ODM에게 먼저 온다

베모트리지놀의 OTC 선스크린 허용 수혜는 새 성분을 제품으로 빠르게 구현할 수 있는 ODM에 집중된다. 미국 FDA는 6월 베모트리지놀을 OTC 선스크린 허용 성분에 추가했고, 8월 9일부터 제조사의 실제 사용이 가능해졌다. 미국 시장에 20여 년 만에 새로운 자외선 차단 성분이 풀린 것이다. 유럽과 아시아에서는 이미 효능이 검증된 성분인 만큼, 미국향 선케어 브랜드들의 신제품 개발과 기존 제품 처방 변경 수요가 몰릴 가능성이 크다. 백탁과 끈적임 없이 차단 성능을 유지하는 처방이 결국 수주를 가를 것으로 보이는데, 한국콜마는 2013년 업계 최초로 FDA OTC 인증을 받았고, 2022년 자외선 전문 연구소를 세웠으며, 자외선 차단 관련 특허 70여 건을 보유하고 있어 이 경쟁에서 가장 앞선 위치에 있다.

■ 인디 브랜드와 함께 커가는 수주 기반

한국콜마의 상위 20개 고객 중 인디 브랜드 매출 비중은 2025년 70%까지 높아졌다. 신생 브랜드는 제품 기획부터 생산까지 외부 파트너에 의존하는 경우가 많아, K-뷰티에 새 브랜드가 등장할 때마다 잠재 고객이 한 곳씩 늘어나는 셈이다. 선케어처럼 기술 난도가 높은 카테고리에서 한 번 검증된 파트너는 쉽게 바뀌지 않는다. 고객이 늘수록 협상력도 함께 높아지는 구조다. 이미 한국콜마는 압도적인 국내 법인 영업이익률(2Q26 기준 16.4%)을 지니고 있다. 위에 언급한 선케어 관련 경쟁력과 인디 브랜드 선별 발주 강점이 더해지면 분기별 변동성은 있겠으나 높은 영업이익률을 지속 유지할 수 있을 것으로 보인다.

■ 3Q26E 전체 매출액은 8,335억원(+22.0%yoy), 영업이익은 953억원(+63.5%yoy), OPM 11.4%으로 전망

■ 선케어 성수기는 지났지만 스킨케어 수주가 이를 이어받으며 국내 법인 매출은 2분기 수준을 넘어설 것이다. 7~8월 한국 화장품 수출이 2분기 월평균을 웃돌았다는 점도 이를 뒷받침한다. 추석 연휴로 조업일수가 부족했지만, 노후 설비 교체에 따른 생산성 향상과 추가 근무로 물량에 대응했다. 추가 근무 비용으로 수익성은 2분기 대비 소폭 낮아질 수 있으나, 2분기 성수기 만큼의 외형 성장이 이를 충분히 흡수할 것으로 판단한다.

■ 투자의견 'BUY' 유지. 목표주가 180,000원으로 상향한다. 현재 주가 기준 12M Fwd PER 15.3배까지 하락했다,

한국콜마 TP: 180,000원(상향)

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
매출액	574.8	660.3	626.5	590.5	653.1	730.8	683.0	655.5	728.0	861.3	833.5	732.3	2,452.1	2,722.4	3,155.1	3,545.2
국내	247.8	297.0	273.1	241.2	274.3	328.1	322.0	268.3	343.0	430.4	433.9	320.3	1,059.1	1,192.8	1,527.7	1,820.1
해외	54.8	79.5	63.4	58.6	66.8	78.3	49.2	47.6	69.0	84.9	63.8	61.1	256.2	241.9	278.8	307.8
중국	38.8	53.5	36.6	29.9	36.5	49.9	31.8	32.9	47.3	57.9	35.0	34.5	158.8	151.1	174.7	187.0
북미	15.9	26.0	26.7	28.7	30.4	28.4	17.3	14.7	21.7	27.0	28.8	26.5	97.4	90.7	104.0	120.8
미국	7.0	13.4	17.5	20.0	21.7	18.3	8.1	6.7	13.4	17.8	19.4	17.4	57.9	54.8	68.0	83.5
캐나다	9.0	12.6	9.2	8.7	8.7	10.0	9.2	8.0	8.4	9.2	9.3	9.1	39.5	35.9	36.0	37.4
연우	67.2	74.0	72.8	61.5	63.7	70.7	61.8	56.7	62.4	91.1	67.1	60.0	275.5	252.9	280.6	289.0
이노엔	212.6	219.3	229.5	235.8	247.4	263.1	260.8	291.9	258.7	267.2	274.5	296.1	897.1	1,063.2	1,096.5	1,153.2
영업이익	32.4	71.7	54.5	35.1	59.9	73.5	58.3	47.8	78.9	110.3	95.3	65.5	193.9	239.6	350.1	418.0
%	5.6	10.9	8.7	6.0	9.2	10.1	8.5	7.3	10.8	12.8	11.4	8.9	7.9	8.8	11.1	11.8
국내	22.8	44.2	44.2	18.1	33.9	55.2	44.3	22.3	51.2	70.8	69.9	35.9	129.3	155.7	227.7	257.7
%	9.2	14.9	16.2	7.5	12.4	16.8	13.8	8.3	14.9	16.4	16.1	11.2	12.2	13.1	14.9	14.2
해외	(2.8)	4.5	(4.2)	(2.4)	3.3	6.2	(9.3)	(13.0)	(2.2)	3.4	(4.4)	(1.5)	(4.9)	(12.8)	(4.7)	2.9
중국	1.8	6.7	1.0	(1.5)	3.1	6.1	(1.6)	(1.6)	3.2	5.7	(1.1)	1.0	8.0	6.0	8.9	10.1
북미	(4.6)	(2.2)	(5.2)	(0.9)	0.2	0.1	(7.7)	(11.4)	(5.4)	(2.3)	(3.4)	(2.5)	(12.9)	(18.8)	(13.6)	(7.3)
미국	(2.5)	(1.3)	(3.4)	1.2	1.5	(0.2)	(6.4)	(8.3)	(3.7)	(1.4)	(2.1)	(1.5)	(6.0)	(13.4)	(8.8)	(4.0)
캐나다	(2.1)	(0.9)	(1.8)	(2.1)	(1.3)	0.3	(1.3)	(3.1)	(1.7)	(0.9)	(1.2)	(1.0)	(6.9)	(5.4)	(4.8)	(3.3)
연우	(0.0)	1.2	1.2	(1.0)	(0.1)	0.8	(0.2)	0.7	(0.3)	7.0	1.3	0.8	1.4	1.2	8.9	11.6
이노엔	17.3	24.3	22.2	24.4	25.4	19.5	25.9	40.1	33.2	30.0	31.2	36.9	88.2	110.9	131.3	159.6
지배순이익	6.3	34.9	15.4	33.5	13.2	34.9	31.8	45.1	45.2	62.8	49.1	45.5	90.1	125.1	202.6	233.1
%	1.1	5.3	2.5	5.7	2.0	4.8	4.7	6.9	6.2	7.3	5.9	6.2	3.7	4.6	6.4	6.6
yoy																
매출액	17.9	10.1	21.3	7.0	13.6	10.7	9.0	11.0	11.5	17.8	22.0	11.7	13.7	11.0	15.9	12.4
국내	22.8	16.7	46.7	12.5	10.7	10.5	17.9	11.2	25.1	31.2	34.8	19.4	23.6	12.6	28.1	19.1
해외	(0.3)	(7.8)	3.7	1.8	22.1	(1.5)	(22.4)	(18.9)	3.3	8.4	29.7	28.4	(1.4)	(5.6)	15.2	10.4
중국	6.4	(16.0)	(9.0)	(17.2)	(6.0)	(6.6)	(13.1)	9.9	29.7	15.9	10.0	5.0	(10.0)	(4.9)	15.6	7.0
북미	(13.6)	15.2	28.5	33.8	90.4	9.1	(35.1)	(48.9)	(28.5)	(4.8)	65.9	80.8	16.9	(6.8)	14.6	16.2
미국	7.7	61.3	70.6	62.1	210.5	37.2	(53.8)	(66.5)	(38.4)	(2.9)	140.0	160.0	54.8	(5.3)	24.1	22.7
캐나다	(25.1)	(11.5)	(12.5)	(4.6)	(3.0)	(20.7)	0.2	(8.5)	(3.8)	(8.3)	1.0	14.0	(13.9)	(9.1)	0.1	3.9
연우	33.1	17.1	19.8	(0.8)	(5.3)	(4.5)	(15.1)	(7.8)	(2.0)	28.9	8.5	5.8	16.5	(8.2)	11.0	3.0
이노엔	15.0	7.3	6.4	5.2	16.3	20.0	13.7	23.8	4.6	1.6	5.3	1.4	(2.1)	18.5	3.1	5.2
영업이익	168.9	28.9	75.7	(6.0)	84.8	2.4	7.0	36.2	31.6	50.1	63.5	36.9	42.4	23.6	46.1	19.4
국내	68.6	27.6	185.0	(1.9)	48.5	10.9	19.0	23.5	51.1	44.4	57.7	60.9	62.4	20.3	46.3	13.2
해외	29.7	(34.4)	(86.4)	(4.3)	흑전	38.4	(121.4)	(441.7)	적전	(45.4)	52.6	88.4	(192.0)	(160.6)	63.0	흑전
중국	흑전	(23.3)	107.5	적전	72.2	(8.5)	적전	적지	3.2	(7.0)	적지	흑전	(17.9)	(24.6)	46.8	14.4
북미	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	적지	적지	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지
미국	(35.8)	(9.7)	(19.4)	6.0	흑전	적지	적지	적전	적전	적지	적지	적지	(8.7)	적지	적지	적지
캐나다	(23.4)	(7.1)	(19.5)	(24.1)	적지	흑전	적지	적지	적지	적전	적지	적지	(35.9)	적지	적지	적지
연우	적지	(2.5)	(26.9)	적지	270.4	(33.3)	(116.7)	(170.0)	200.0	775.0	(770.9)	20.0	흑전	(12.6)	640.2	30.1
이노엔	206.0	58.9	(0.8)	8.2	47.0	(19.8)	16.4	64.5	30.8	53.6	20.7	(8.1)	33.8	25.7	18.4	21.5
지배순이익	8.7	0.2	33.8	흑전	17.6	133.3	38.6	16.7	(11.0)	(10.5)	(31.3)	451.6	1,634.9	38.9	62.0	15.0

자료: 회사 자료, 유진투자증권

한국콜마 TP: 180,000원(상향)

Valuation

(십억원)	순이익	Target PER	계산
영업가치	225		
화장품: 콜마, 연우	177	18.3	3,238
의약품: 이노엔	48	20.4	986
적정 시가총액(십억원)			4,225
주식수(천주)			23,605
목표주가(원)			180,000
현재주가(원)			150,000
Upside(%)			20.0

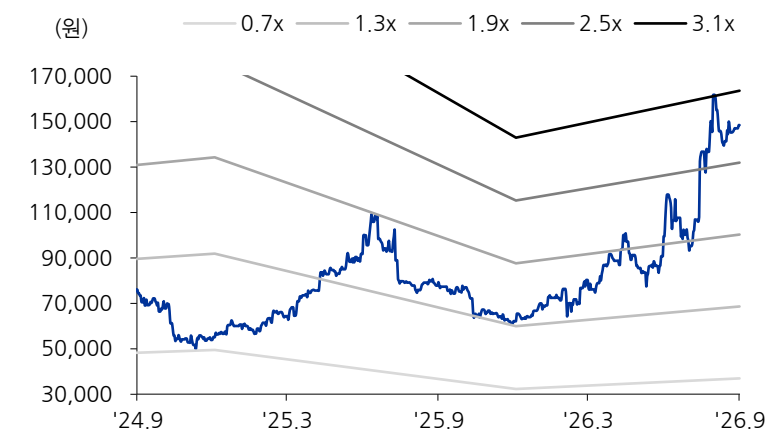
자료: 유진투자증권

PER BAND



자료: QuantiWise, 유진투자증권

PBR BAND



자료: QuantiWise, 유진투자증권

한국콜마(161890.KS) 재무제표

대차대조표 (단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
자산총계	3,127	3,458	3,716	3,999	4,260
유동자산	859	1,010	1,318	1,568	1,835
현금성자산	199	316	470	626	843
매출채권	294	358	404	449	473
재고자산	328	325	434	483	508
비유동자산	2,268	2,448	2,398	2,430	2,425
투자자산	208	303	315	328	341
유형자산	811	902	820	819	781
기타	1,249	1,243	1,264	1,283	1,303
부채총계	1,621	1,790	1,871	1,942	1,975
유동부채	1,215	1,360	1,439	1,497	1,528
매입채무	360	435	514	572	602
유동성이자부채	799	864	864	864	864
기타	56	61	62	62	63
비유동부채	406	430	432	444	447
비유동이자부채	352	370	370	380	380
기타	54	61	63	65	67
자본총계	1,506	1,667	1,845	2,057	2,285
자배지분	793	910	1,088	1,300	1,528
자본금	12	12	12	12	12
자본잉여금	295	301	301	301	301
이익잉여금	488	593	775	987	1,215
기타	(2)	5	0	0	0
비자배지분	713	757	757	757	757
자본총계	1,506	1,667	1,845	2,057	2,285
총차입금	1,151	1,233	1,233	1,243	1,243
순차입금	952	917	763	617	400

현금흐름표 (단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
영업현금	215	291	228	267	295
당기순이익	125	168	273	329	350
자산상각비	92	104	93	70	63
기타비현금성손익	103	98	(66)	(99)	(103)
운전자본증감	(40)	0	(76)	(36)	(18)
매출채권감소(증가)	40	(47)	(45)	(45)	(24)
재고자산감소(증가)	(53)	4	(109)	(49)	(25)
매입채무증가(감소)	(7)	44	78	58	30
기타	(20)	(1)	1	1	1
투자현금	(205)	(248)	(58)	(104)	(59)
단기투자자산감소	49	(27)	(4)	(4)	(4)
장기투자증권감소	14	(1)	(3)	(3)	(4)
설비투자	247	164	0	45	0
유형자산처분	2	2	0	0	0
무형자산처분	(13)	(15)	(44)	(44)	(44)
재무현금	(43)	40	(20)	(11)	(22)
차입금증가	25	63	0	10	0
자본증가	(19)	(23)	(20)	(21)	(22)
배당금지급	19	23	20	21	22
현금 증감	(29)	83	150	152	214
기초현금	171	142	225	375	527
기말현금	142	225	375	527	741
Gross Cash flow	320	371	304	303	314
Gross Investment	295	220	130	136	74
Free Cash Flow	25	151	174	167	240

자료: 유진투자증권

손익계산서 (단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
매출액	2,452	2,722	3,155	3,545	3,766
증가율(%)	13.7	11.0	15.9	12.4	6.2
매출원가	1,753	1,931	2,233	2,511	2,670
매출총이익	699	791	922	1,034	1,096
판매 및 일반관리비	505	552	572	616	653
기타영업손익	14	9	4	8	6
영업이익	194	240	350	418	444
증가율(%)	42.4	23.6	46.1	19.4	6.1
EBITDA	286	344	443	488	507
증가율(%)	24.3	20.3	29.0	10.0	3.9
영업외손익	(54)	(28)	(17)	(17)	(17)
이자수익	8	7	8	10	11
이자비용	47	39	34	34	34
지분법손익	13	1	2	2	2
기타영업외손익	(28)	4	7	5	4
세전순이익	140	212	333	401	427
증가율(%)	307.1	51.5	57.3	20.4	6.4
법인세비용	14	44	60	72	77
당기순이익	125	168	273	329	350
증가율(%)	398.5	34.2	62.4	20.4	6.4
지배주주지분	90	125	203	233	251
증가율(%)	1,634.9	38.9	62.0	15.0	7.5
비지배지분	35	43	71	96	99
EPS(원)	3,816	5,299	8,584	9,875	10,615
증가율(%)	1,581.7	38.9	62.0	15.0	7.5
수정EPS(원)	3,816	5,299	8,584	9,875	10,615
증가율(%)	1,581.7	38.9	62.0	15.0	7.5

주요투자지표	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
주당지표(원)					
EPS	3,816	5,299	8,584	9,875	10,615
BPS	33,579	38,566	46,095	55,071	64,736
DPS	720	864	900	950	1,000
밸류에이션(배, %)					
PER	14.4	11.7	17.3	15.0	14.0
PBR	1.6	1.6	3.2	2.7	2.3
EV/ EBITDA	7.9	6.9	9.6	8.4	7.7
배당수익률	1.3	1.4	0.6	0.6	0.7
PCR	4.1	4.0	11.5	11.6	11.2
수익성(%)					
영업이익률	7.9	8.8	11.1	11.8	11.8
EBITDA이익률	11.7	12.6	14.1	13.8	13.5
순이익률	5.1	6.2	8.7	9.3	9.3
ROE	12.5	14.7	20.3	19.5	17.7
ROIC	7.5	7.8	11.6	13.7	14.3
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	63.2	55.0	41.4	30.0	17.5
유동비율	70.7	74.2	91.6	104.7	120.1
이자보상배율	4.2	6.2	10.4	12.3	13.0
활동성 (회)					
총자산회전율	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
매출채권회전율	7.9	8.3	8.3	8.3	8.2
재고자산회전율	8.1	8.3	8.3	7.7	7.6
매입채무회전율	6.5	6.8	6.6	6.5	6.4

(192820)

코스맥스

물량이 이익이 되는 구간

화장품/유통/의류 이해니_hnlee@

현재주가(26.9.29)

277,500원

투자의견

BUY(유지)

시가총액(십억원)

3,076

목표주가

330,000원(상향)

발행주식수(천주)

11,350

52주 최고가(원)

306,500원

주가상승률(%)

1M

6M

12M

최저가(원)

141,000원

-10.6

32.2

19.6

52주 일간 Beta

0.11

60일 일평균거래대금(억원)

293억원

(원, 십억원)

현재

직전

변동

외국인 지분율(%)

35.7%

투자의견

BUY

BUY

-

배당수익률(2026E)(%)

1.2%

목표주가

330,000

280,000

▲

주주구성(%)

영업이익(26E)

268

268

-

코스맥스비티아이(외 11인)

27.5

영업이익(27E)

319

319

-

국민연금공단(외 1인)

12.6

결산기(12월)(십억원)

2024A

2025A

2026E

2027E

2028E

매출액

2,166

2,399

3,020

3,367

3,628

영업이익

175

196

268

319

355

세전순익

138

157

223

275

311

당기순이익

88

131

183

226

255

EPS(원)

7,560

10,843

15,288

18,907

21,358

증감률(%)

50.2

43.4

41.0

23.7

13.0

PER(배)

19.7

15.0

17.7

14.3

12.7

ROE(%)

20.5

23.9

29.0

29.5

26.4

PBR(배)

3.6

3.3

4.8

3.8

3.0

EV/EBITDA(배)

9.8

10.0

12.2

10.2

8.9

자료: 유진투자증권

Investment Point

- 고객 풀 확대와 가동률 상승이 마진 상한을 밀어올린다

K-뷰티의 브랜드수와 SKU가 늘어날수록 ODM의 고객 풀도 함께 넓어지고 선별적 수주로 영업이익률도 개선될 것이다. 코스맥스 매출 상위 20개 고객 중 인디 브랜드 비중은 2021년 40%에서 2025년 65%까지 높아졌다. 개별 브랜드의 생존율이 낮아지더라도 신규 브랜드 유입이 이어진다면 ODM의 수주 기반은 계속 확대된다. 다만 ODM 이익률에는 구조적 상한이 존재한다. ODM의 이익률이 발주 브랜드사보다 높아지면 브랜드사가 단가 인하를 요구할 명분이 생기기 때문이다. 다만 지금처럼 생산능력이 빠르게 소진되는 국면에서는 물량, 단가가 양호한 고객 위주로 수주를 선별할 수 있고, 구조적 상한을 넘어서는 수익성 개선이 가능하다. 매출 성장이 가속되는 가운데 이익률이 함께 오르는 올해의 흐름이 이를 보여준다.

- 처방 IP가 해자가 되는 구간

원료는 누구나 살 수 있지만 효능과 안정성, 사용감을 동시에 맞추는 처방은 복제하기 어렵다. 검증된 처방이 쌓일수록 고객사가 ODM을 바꾸는 비용이 높아져 수주 안정성과 단가 협상력이 개선될 것이다. 코스맥스의 특허 전략은 2025년을 기점으로 제형, 사용감 중심에서 효능, 소재 중심으로 옮겨갔다. 식약처 비고시 원료 3종을 확보했고, 누적 특허 출원은 약 2,000건, 등록은 약 700건에 달한다. 9월에는 로레알과의 공동 R&D 범위를 신규 원료, 유효성분 발굴과 제형 개발까지 넓혔다. 보습 위주의 멀티밤을 주름 개선, 미백 등 고기능 제품군으로 확장하는 기술도 발표했다.

- 3Q26E 전체 매출액은 7,824억원(+33.6%yoy), 영업이익은 712억원(+66.7%yoy), OPM 9.1%으로 전망

- 한국 법인은 국내 인디 브랜드 고객사들의 수출 호조에 힘입어 고성장을 이어갈 것이다. 지난 4개 분기 동안 역성장했던 색조 카테고리는 3분기를 기점으로 성장 전환이 기대된다. 2분기 성수기의 호실적은 하반기에도 스킨케어 물량 확대와 젤마스크 수익성 개선으로 이어질 것이다. 해외에서는 미국, 중국, 태국 법인이 성장세를 유지하는 가운데 인도네시아는 보수적으로 가정했다.

- 투자의견 'BUY' 유지. 목표주가 330,000원으로 상향한다. 현재 추가 기준 12M Fwd PER 15.1배로 경쟁사 대비해서도 낮아진 구간이다.

코스맥스: TP 330,000원(상향)

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
매출액	526.8	551.5	529.8	558.0	588.6	623.6	585.6	601.0	682.0	794.9	782.4	760.6	2,166.1	2,398.8	3,019.9	3,367.0
국내	315.4	348.2	347.8	346.3	362.8	420.5	383.5	359.7	423.2	518.4	529.2	489.2	1,357.7	1,526.4	1,960.0	2,252.6
기타	211.4	203.3	182.1	211.7	225.8	203.1	202.1	241.3	258.8	276.5	253.2	271.4	808.4	872.3	1,059.9	1,114.4
중국	157.4	147.6	114.4	155.0	162.7	148.6	140.0	181.4	194.7	197.4	169.4	189.6	574.4	632.7	751.1	785.9
미국	38.8	36.0	32.5	29.8	28.7	30.0	30.8	28.0	34.9	53.8	52.0	52.9	137.1	117.5	193.6	225.6
동남아	33.4	35.5	43.1	43.6	53.2	44.1	35.8	36.4	46.5	53.8	46.8	42.8	155.6	169.6	189.8	203.1
인도네시아	23.9	25.2	32.0	31.0	29.4	20.7	21.1	25.3	22.4	28.9	27.8	26.9	112.1	96.5	106.0	107.2
태국	9.5	10.3	11.1	12.6	23.9	23.4	14.7	11.1	24.1	24.9	19.0	15.9	43.5	73.1	83.8	95.9
영업이익	45.5	46.7	43.4	39.8	51.3	60.8	42.7	40.9	53.0	73.7	71.2	70.0	175.4	195.8	267.9	319.2
국내	30.1	34.5	39.5	34.6	34.3	49.9	34.3	36.0	38.0	56.4	55.5	57.6	138.7	154.6	207.5	241.1
기타	15.4	12.2	3.9	5.2	17.1	10.9	8.4	4.9	15.1	17.3	15.7	12.4	36.7	41.2	60.4	78.1
%	8.6	8.5	8.2	7.1	8.7	9.8	7.3	6.8	7.8	9.3	9.1	9.2	8.1	8.2	8.9	9.5
국내	9.5	9.9	11.3	10.0	9.4	11.9	9.0	10.0	9.0	10.9	10.5	11.8	10.2	10.1	10.6	10.7
기타	7.3	6.0	2.2	2.5	7.6	5.4	4.2	2.0	5.8	6.3	6.2	4.6	4.5	4.7	5.7	7.0
지배순이익	19.2	33.6	21.1	11.9	8.1	20.9	9.0	85.1	41.6	48.7	53.7	29.5	85.8	123.1	173.5	214.6
%	3.7	6.1	4.0	2.1	1.4	3.4	1.5	14.2	6.1	6.1	6.9	3.9	4.0	5.1	5.7	6.4
yoy																
매출액	30.6	15.1	15.6	27.8	11.7	13.1	10.5	7.7	15.9	27.5	33.6	26.5	21.9	10.7	25.9	11.5
국내	29.6	25.1	20.8	39.7	15.0	20.8	10.3	3.9	16.7	23.3	38.0	36.0	28.4	12.4	28.4	14.9
기타	30.6	14.6	(0.2)	20.6	20.1	7.2	13.3	7.6	3.2	2.0	2.0	2.0	16.0	11.9	2.3	2.0
중국	29.9	(2.8)	(6.5)	7.0	3.4	0.7	22.4	17.0	19.7	32.8	21.0	4.5	6.3	10.1	18.7	4.6
미국	43.2	(5.6)	(11.8)	(21.3)	(26.0)	(16.6)	(5.3)	(6.2)	21.5	79.3	68.9	89.3	(2.0)	(14.3)	64.8	16.5
동남아	38.0	29.4	44.5	48.6	59.4	24.3	(16.9)	(16.5)	(12.7)	22.0	30.6	17.6	40.4	9.0	12.0	7.0
영업이익	229.1	1.4	30.4	76.8	13.0	30.2	(1.6)	2.7	3.3	21.2	66.6	71.2	51.6	11.6	36.8	19.1
국내	130.7	13.6	52.7	97.6	14.0	44.6	(13.0)	4.2	10.8	12.9	61.7	59.8	59.8	11.5	34.2	16.2
기타	1,877.7	(22.2)	(47.2)	4.1	11.0	(10.7)	113.0	(6.8)	(11.8)	59.0	86.6	155.2	27.0	12.2	46.6	29.3
지배순이익	187.0	10.5	38.2	149.9	(57.7)	(37.8)	(57.5)	616.8	411.3	132.7	499.6	(65.3)	50.2	43.4	41.0	23.7

자료: 회사 자료, 유진투자증권

코스맥스: TP 330,000원(상향)

Valuation

(십억원)	계산	비고
12M Fwd 지배 순이익	204	
Target PER	18.3	글로벌 Peer 평균
적정 시가총액(십억원)	3,735	
주식수(천주)	11,350	
목표주가(원)	330,000	
현재주가(원)	277,500	
Upside(%)	18.9%	

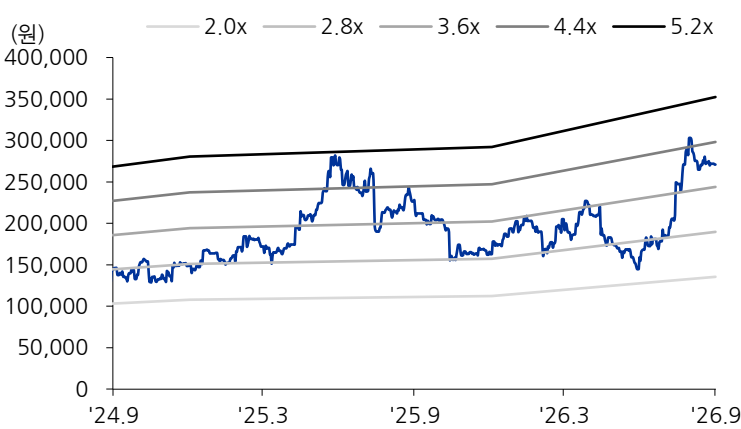
자료: 유진투자증권

PER BAND



자료: QuantiWise, 유진투자증권

PBR BAND



자료: QuantiWise, 유진투자증권

코스맥스(192820.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
자산총계	1,934	2,125	2,290	2,517	2,758
유동자산	943	975	1,180	1,431	1,698
현금성자산	264	199	219	366	559
매출채권	357	436	559	624	670
재고자산	257	271	331	370	397
비유동자산	991	1,150	1,110	1,086	1,060
투자자산	150	161	168	174	182
유형자산	778	926	879	849	816
기타	63	64	63	63	62
부채총계	1,425	1,513	1,598	1,648	1,685
유동부채	1,114	1,201	1,283	1,330	1,363
매입채무	285	317	397	443	476
유동성이자부채	739	814	814	814	814
기타	91	71	72	72	73
비유동부채	311	312	315	318	322
비유동이자부채	230	230	230	230	230
기타	81	82	85	88	92
자본총계	509	612	692	869	1,073
자배지분	473	558	638	815	1,019
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	28	13	13	13	13
이익잉여금	384	483	619	797	1,000
기타	56	56	(0)	(0)	(0)
비자배지분	35	54	54	54	54
자본총계	509	612	692	869	1,073
총차입금	968	1,044	1,044	1,044	1,044
순차입금	705	846	825	678	485

현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
영업현금	73	87	69	208	250
당기순이익	88	131	183	226	255
자산상각비	69	74	52	47	44
기타비현금성손익	117	72	(63)	(8)	(9)
운전자본증감	(127)	(87)	(103)	(57)	(41)
매출채권감소(증가)	(68)	(73)	(124)	(64)	(46)
재고자산감소(증가)	(20)	(13)	(61)	(38)	(27)
매입채무증가(감소)	(38)	40	81	46	33
기타	(1)	(42)	0	0	0
투자현금	(160)	(179)	(11)	(24)	(19)
단기투자자산감소	(2)	9	(0)	(0)	(0)
장기투자증권감소	2	(1)	(1)	(1)	(1)
설비투자	165	187	0	12	7
유형자산처분	4	4	0	0	0
무형자산처분	(4)	(6)	(5)	(5)	(5)
재무현금	68	28	(37)	(37)	(39)
차입금증가	73	54	0	0	0
자본증가	(6)	(26)	(37)	(37)	(39)
배당금지급	6	26	37	37	39
현금 증감	(1)	(64)	20	147	192
기초현금	257	256	192	212	360
기말현금	256	192	212	360	552
Gross Cash flow	274	278	172	265	290
Gross Investment	286	276	114	80	59
Free Cash Flow	(12)	2	58	185	231

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
매출액	2,166	2,399	3,020	3,367	3,628
증가율(%)	21.9	10.7	25.9	11.5	7.7
매출원가	1,748	1,990	2,511	2,793	3,002
매출총이익	418	409	509	574	626
판매 및 일반관리비	243	213	241	255	271
기타영업손익	36	(12)	13	6	6
영업이익	175	196	268	319	355
증가율(%)	51.6	11.6	36.8	19.1	11.1
EBITDA	244	270	320	366	399
증가율(%)	39.4	10.5	18.5	14.6	8.9
영업외손익	(38)	(39)	(44)	(44)	(44)
이자수익	7	6	6	8	8
이자비용	45	47	46	46	46
자본비용	(0)	(0)	0	0	0
기타영업외손익	0	1	(5)	(6)	(6)
세전순이익	138	157	223	275	311
증가율(%)	63.4	13.7	42.7	23.2	13.1
법인세비용	49	25	40	50	56
당기순이익	88	131	183	226	255
증가율(%)	133.9	48.2	39.8	23.2	13.1
지배주주지분	86	123	174	215	242
증가율(%)	50.2	43.4	41.0	23.7	13.0
비지배지분	3	8	10	11	13
EPS(원)	7,560	10,843	15,288	18,907	21,358
증가율(%)	50.2	43.4	41.0	23.7	13.0
수정EPS(원)	7,560	10,843	15,288	18,907	21,358
증가율(%)	50.2	43.4	41.0	23.7	13.0

주요투자지표

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
주당지표(원)					
EPS	7,560	10,843	15,288	18,907	21,358
BPS	41,711	49,179	56,190	71,798	89,755
DPS	2,300	3,300	3,300	3,400	3,500
밸류에이션(배, %)					
PER	19.7	15.0	17.7	14.3	12.7
PBR	3.6	3.3	4.8	3.8	3.0
EV/ EBITDA	9.8	10.0	12.2	10.2	8.9
배당수익률	1.5	2.0	1.2	1.3	1.3
PCR	6.2	6.7	17.9	11.6	10.6
수익성(%)					
영업이익률	8.1	8.2	8.9	9.5	9.8
EBITDA이익률	11.3	11.3	10.6	10.9	11.0
순이익률	4.1	5.5	6.1	6.7	7.0
ROE	20.5	23.9	29.0	29.5	26.4
ROIC	11.5	12.4	14.9	17.3	18.9
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	138.5	138.1	119.3	78.0	45.2
유동비율	84.6	81.2	92.0	107.6	124.5
이자보상배율	3.9	4.2	5.9	7.0	7.8
활동성 (회)					
총자산회전율	1.2	1.2	1.4	1.4	1.4
매출채권회전율	6.8	6.1	6.1	5.7	5.6
재고자산회전율	9.1	9.1	10.0	9.6	9.5
매입채무회전율	6.7	8.0	8.5	8.0	7.9

(090430)

아모레퍼시픽

지갑의 다른 칸을 연다

화장품/유통/의류 이해니_hnlee@

현재주가(26.9.29)	142,700원	투자의견	BUY(상향)		
시가총액(십억원)	8,347	목표주가	190,000원(유지)		
발행주식수(천주)	58,493	주가상승률(%)	1M	6M	12M
52주 최고가(원)	169,000원		-5.2	-1.2	16.6
최저가(원)	94,000원				
52주 일간 Beta	-0.04	(원, 십억원)	현재	직전	변동
60일 일평균거래대금(억원)	427억원	투자의견	BUY	BUY	-
외국인 지분율(%)	26.2%	목표주가	190,000	190,000	-
배당수익률(2026E)(%)	1.0%	영업이익(26E)	506	506	-
주주구성(%)		영업이익(27E)	591	591	-
아모레퍼시픽그룹 (외 19인)	50.0				
국민연금공단 (외 1인)	10.1				

결산기(12월)(십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
매출액	3,885	4,253	4,720	5,100	5,394
영업이익	220	336	506	591	653
세전순익	621	344	516	604	668
당기순이익	602	247	402	471	520
EPS(원)	10,141	4,029	6,555	7,667	8,477
증감률(%)	229.4	-60.3	62.7	17.0	10.6
PER(배)	10.3	29.7	21.8	18.6	16.8
ROE(%)	11.7	4.4	6.9	7.6	7.9
PBR(배)	1.4	1.5	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA(배)	13.4	11.9	16.2	13.6	11.9

자료: 유진투자증권

Investment Point

■ 더마와 헤어로 소비자의 지갑을 넓힌다

향후 성장성의 방향은 카테고리 확장이다. 에스트라는 BY26 매출이 67% 늘어 4천억원을 돌파했고, 일리운과 합산해 BY30 매출 1조원을 목표로 제시했다. 에스트라가 브랜드 건강 지표의 구매 만족, 재구매에서 국내 45개 브랜드 중 1위를 한 점은 오래 파는 브랜드로서의 경쟁력을 보여준다. 헤어는 2030년 합산 매출 1조원, 영업이익 14~15%가 목표이다. 헤어 시장은 미국 소비자 1인당 구매 SKU가 많아, 두피 에센스처럼 부가가치가 높은 제품으로 공략할 여지가 크다. 스킨케어에 머물던 점유율이 더마와 헤어로 넓어지며 소비자 인당 지출에서 차지하는 몫이 커질 것이다.

■ 시술 연계와 소셜 퍼스트, BY28에 성과 확인

아이오펜은 스킨부스터와 콜라겐부스터 시술 효과를 모사한 제품으로 리브랜딩했다. 유럽 18개국 약 150개 탑도어 진출도 확정했다. 내년에는 레이저토닝, 하이푸 대응 제품까지 출시해 라인업을 완성할 계획이다. 비올과 하이어코퍼레이션 투자에 이어 화장품 영역에서도 시술 밸류체인과의 연결고리를 강화하는 것이다. BY27에는 전략을 소셜 퍼스트로 전환하고, 라네즈를 시작으로 세포라 중심의 마케팅 예산을 톱톡과 아마존으로 재배치한다. BY28까지 실행 속도를 지켜볼 필요가 있다.

■ 3Q26E 매출액 1조 1,330억원(+11.4%yoy), 영업이익 1,194억원(+29.9%yoy), OPM 10.5% 전망

■ 3분기 해외 온라인 행사가 부재한 가운데도 양호한 실적을 예상한다. 북미 성장축이 라네즈 단일 브랜드에서 더마까지 확대되고, 북미의 매출을 유럽이 따라온다. 인베스터데이에서 BY27 매출 10% 성장과 영업이익률 10~12%를 목표로 제시했다. 성장은 해외가 이끈다. 미주는 매출 20% 성장·영업이익률 10% 이상, EMEA는 30% 성장·20% 이상, 일본은 30% 이상 성장을 목표로 한다. 이미아에서는 코스알렉스의 슈퍼드럭 입점 매장을 5배로 늘리고, 이니스프리는 더글라스에, 에스트라는 영국 부츠에 새로 진출한다.

■ 투자의견 ‘BUY’ 유지. 목표주가 190,000원으로 유지한다. 현재 주가 기준 12M Fwd PER 19.7배 수준이다.

아모레퍼시픽: TP 190,000원(유지)

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
매출액	911.5	904.8	977.2	1,091.7	1,067.5	1,005.0	1,016.9	1,163.4	1,135.8	1,175.9	1,133.0	1,275.0	3,885.1	4,252.8	4,719.7	5,100.5
국내	563.7	511.9	534.4	547.0	577.3	553.6	556.6	587.6	626.4	610.8	602.3	624.3	2,157.0	2,275.1	2,463.7	2,573.2
해외	336.8	381.5	428.4	529.3	469.6	436.4	440.8	566.2	497.1	551.6	514.1	632.7	1,676.0	1,913.0	2,195.5	2,459.1
서구권	105.1	159.1	201.1	229.5	212.5	178.5	209.5	271.6	238.7	282.4	275.0	325.6	694.8	872.1	1,121.7	1,342.4
아시아권	231.7	222.4	227.3	299.8	257.1	257.9	231.3	294.6	258.4	269.2	239.0	307.1	981.2	1,040.9	1,073.8	1,116.7
코스알엑스	-	96.7	154.0	142.0	99.0	96.0	105.0	155.5	124.0	149.8	131.9	166.0	392.7	455.5	571.7	644.5
영업이익	72.7	4.2	65.2	78.5	117.7	73.7	91.9	52.5	126.7	117.4	119.4	142.5	220.5	335.8	506.0	591.3
%	8.0	0.5	6.7	7.2	11.0	7.3	9.0	4.5	11.2	10.0	10.5	11.2	5.7	7.9	10.7	11.6
국내	49.1	15.2	48.0	36.0	49.4	40.2	59.0	(4.0)	81.5	59.6	64.9	46.8	148.3	144.6	252.8	271.9
해외	31.6	5.1	24.7	42.9	69.6	36.0	43.0	62.0	56.7	71.8	68.7	90.9	104.3	210.6	288.1	341.9
코스알엑스	-	24.2	47.7	30.5	22.3	23.0	25.2	34.5	30.4	37.6	33.6	44.2	102.4	105.0	145.8	162.7
지배순이익	78.6	531.5	37.6	(54.5)	110.8	35.8	66.0	23.1	108.5	88.3	93.3	93.2	593.2	235.7	383.4	448.5
%	8.6	58.7	3.9	(5.0)	10.4	3.6	6.5	2.0	9.6	7.5	8.2	7.3	15.3	5.5	8.1	8.8
yoy																
매출액	(0.2)	(4.3)	9.9	17.9	17.1	11.1	4.1	6.6	6.4	17.0	11.4	9.6	5.7	9.5	11.0	8.1
국내	2.1	(7.8)	(1.6)	(2.4)	2.4	8.1	4.2	7.4	8.5	10.3	8.2	6.2	(2.4)	5.5	8.3	4.4
해외	(2.3)	2.5	34.8	48.3	39.4	14.4	2.9	7.0	5.9	26.4	16.6	11.7	20.4	14.1	14.8	12.0
서구권	41.6	82.7	142.0	143.6	102.2	12.2	4.2	18.3	12.3	58.2	31.3	19.9	58.8	105.2	25.5	28.6
아시아권	(14.4)	(22.0)	(3.1)	14.1	11.0	16.0	1.8	(1.7)	0.5	4.4	3.3	4.2	(6.8)	6.1	3.2	4.0
코스알엑스	-	-	-	-	-	(0.7)	(31.8)	9.5	-	56.0	25.6	6.8	-	16.0	25.5	12.8
영업이익	12.9	(29.5)	277.7	279.6	62.0	1,673.4	41.0	(33.0)	7.6	59.4	29.9	171.2	103.8	52.3	50.7	16.9
국내	27.9	(58.7)	151.3	(30.8)	0.6	164.5	22.9	적전	65.0	48.3	10.0	흑전	1.4	(2.5)	74.9	7.6
해외	0.0	흑전	흑전	흑전	120.3	605.9	74.1	44.5	(18.5)	99.4	59.8	46.7	흑전	101.9	36.8	18.6
코스알엑스	-	-	-	-	-	(4.7)	(47.2)	13.0	-	63.2	33.5	1.6	-	2.5	27.9	11.6
지배순이익	(9.9)	2,304.6	34.4	적전	41.0	(93.3)	75.4	흑전	(2.0)	146.9	41.4	303.5	229.4	(60.3)	62.7	17.0

자료: 회사 자료, 유진투자증권

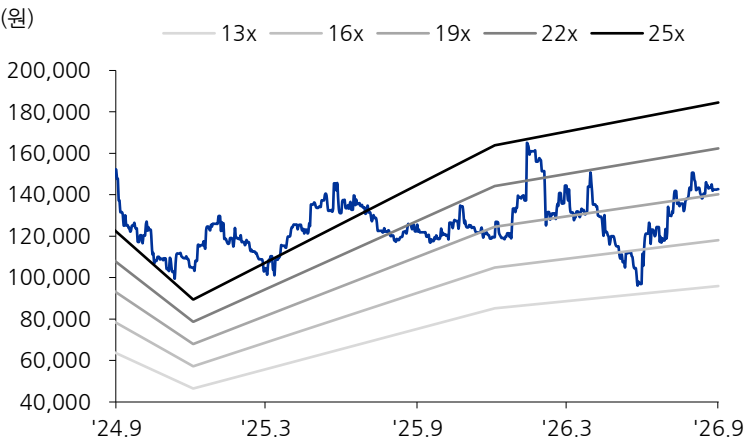
아모레퍼시픽: TP 190,000원(유지)

Valuation

(십억원)	계산	비고
12M Fwd 지배 순이익	432	
Target PER	25	
적정 시가총액(십억원)	10,808	글로벌 Peer 12M Fwd PER에 15% 할인
주식수(천주)	58,397	
목표주가(원)	190,000	
현재주가(원)	142,700	
Upside(%)	33.1	

자료: 유진투자증권

PER BAND



자료: QuantiWise, 유진투자증권

PBR BAND



자료: QuantiWise, 유진투자증권

아모레퍼시픽(090430.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
자산총계	6,784	6,961	7,133	7,537	7,959
유동자산	1,735	2,004	2,116	2,476	2,866
현금성자산	519	612	597	887	1,225
매출채권	418	390	425	455	477
재고자산	498	480	573	613	643
비유동자산	5,049	4,957	5,017	5,061	5,093
투자자산	978	1,010	1,051	1,094	1,138
유형자산	2,296	2,225	2,227	2,229	2,216
기타	1,774	1,723	1,738	1,738	1,738
부채총계	1,457	1,458	1,349	1,402	1,432
유동부채	1,096	1,121	988	1,023	1,050
매입채무	530	610	475	508	533
유동성이자부채	367	305	305	305	305
기타	198	206	208	210	212
비유동부채	362	337	362	379	382
비유동이자부채	73	45	58	63	53
기타	289	291	303	316	328
자본총계	5,326	5,503	5,784	6,136	6,528
자배지분	5,252	5,449	5,730	6,082	6,474
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	623	633	633	633	633
이익잉여금	4,601	4,775	5,073	5,425	5,817
기타	(6)	7	(11)	(11)	(11)
비자배지분	74	54	54	54	54
자본총계	5,326	5,503	5,784	6,136	6,528
총차입금	440	350	363	368	358
순차입금	(79)	(262)	(234)	(519)	(867)

현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
영업현금	335	584	140	446	498
당기순이익	602	247	402	471	520
자산상각비	257	268	22	18	13
기타비현금성손익	(313)	153	(23)	(8)	(10)
운전자본증감	(164)	13	(262)	(34)	(25)
매출채권감소(증가)	(53)	28	(35)	(30)	(22)
재고자산감소(증가)	(42)	(14)	(93)	(40)	(30)
매입채무증가(감소)	(27)	14	(135)	33	25
기타	(42)	(15)	2	2	2
투자현금	(312)	(295)	(104)	(69)	(51)
단기투자자산감소	282	(237)	(21)	(4)	(5)
장기투자증권감소	(2)	1	(2)	(2)	(2)
설비투자	81	65	25	20	0
유형자산처분	1	1	0	0	0
무형자산처분	(21)	1	(16)	0	0
재무현금	(99)	(222)	(73)	(92)	(114)
차입금증가	(31)	(110)	13	5	(10)
자본증가	(74)	(95)	(86)	(97)	(104)
배당금지급	63	92	86	97	104
현금 증감	(55)	73	(36)	286	333
기초현금	506	452	525	488	774
기말현금	452	525	488	774	1,107
Gross Cash flow	546	668	402	481	523
Gross Investment	758	46	345	99	71
Free Cash Flow	(212)	622	57	382	452

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
매출액	3,885	4,253	4,720	5,100	5,394
증가율(%)	5.7	9.5	11.0	8.1	5.8
매출원가	1,138	1,177	1,273	1,370	1,444
매출총이익	2,747	3,076	3,447	3,730	3,950
판매 및 일반관리비	2,526	2,740	2,941	3,139	3,297
기타영업손익	5	8	7	7	5
영업이익	220	336	506	591	653
증가율(%)	103.8	52.3	50.7	16.9	10.4
EBITDA	478	604	528	609	666
증가율(%)	32.7	26.4	(12.5)	15.3	9.2
영업외손익	400	8	10	13	15
이자수익	12	14	14	18	19
이자비용	28	22	92	95	96
자본비용	393	(1)	(2)	(2)	(2)
기타영업외손익	24	17	89	91	93
세전순이익	621	344	516	604	668
증가율(%)	121.2	(44.6)	50.2	17.0	10.6
법인세비용	19	97	114	133	147
당기순이익	602	247	402	471	520
증가율(%)	246.0	(58.9)	62.7	17.0	10.6
지배주주지분	593	236	383	448	496
증가율(%)	229.4	(60.3)	62.7	17.0	10.6
비지배지분	8	12	19	22	24
EPS(원)	10,141	4,029	6,555	7,667	8,477
증가율(%)	229.4	(60.3)	62.7	17.0	10.6
수정EPS(원)	10,141	4,029	6,301	7,395	8,187
증가율(%)	229.4	(60.3)	56.4	17.4	10.7

주요투자지표

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
주당지표(원)					
EPS	10,141	4,029	6,555	7,667	8,477
BPS	76,066	78,917	82,979	88,073	93,753
DPS	1,125	1,240	1,400	1,500	1,600
밸류에이션(배, %)					
PER	10.3	29.7	21.8	18.6	16.8
PBR	1.4	1.5	1.7	1.6	1.5
EV/ EBITDA	13.4	11.9	16.2	13.6	11.9
배당수익률	1.1	1.0	1.0	1.1	1.1
PCR	13.3	12.3	24.5	20.5	18.8
수익성(%)					
영업이익률	5.7	7.9	10.7	11.6	12.1
EBITDA이익률	12.3	14.2	11.2	11.9	12.3
순이익률	15.5	5.8	8.5	9.2	9.6
ROE	11.7	4.4	6.9	7.6	7.9
ROIC	4.5	4.6	7.3	8.3	9.1
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(1.5)	(4.8)	(4.0)	(8.5)	(13.3)
유동비율	158.3	178.8	214.3	242.1	273.1
이자보상배율	7.8	15.0	5.5	6.2	6.8
활동성 (회)					
총자산회전율	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
매출채권회전율	10.5	10.5	11.6	11.6	11.6
재고자산회전율	8.7	8.7	9.0	8.6	8.6
매입채무회전율	8.6	7.5	8.7	10.4	10.4

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 조사 분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율		
종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율 (%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	3%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	94%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%
(2026.6.30 기준)		

